

# **FINANSIALISERINGEN AV SVERIGE: PÅ VÄG MOT NÄSTA KRIS?**

RAPPORTFÖRFATTARE  
CLAES BELFRAGE OCH MARKUS KALLIFATIDES



# FINANSIALISERINGEN AV SVERIGE: PÅ VÄG MOT NÄSTA KRIS?

CLAES BELFRAGE OCH MARKUS KALLIFATIDES

NOVEMBER 2017

## Katalys publikationer

No 1: Välfärden är vinsten  
No 2: Svar på tal om vinster i välfärden  
No 3: Vilken arbetsmarknad ska vi ha?  
No 4: Slaget om den likvärdiga skolan  
No 5: Hälften kvar och hela framtiden  
No 6: "Jag tar värktabletter men det hjälper inte"  
No 7: Vägen till en likvärdig skola  
No 8: Fallet järnvägen  
No 9: Björklundeffekten  
No 10: Åtstramningsdoktrinen  
No 11: En röst på SD är en röst på högern  
No 12: Mest åt de rika  
No 13: Färre lärare ger vinsten!  
No 14: Ordens makt i politiken  
No 15: Handbok för en ny kulturminister  
No 16: Städthjälp och bartender för alla?  
No 17: Förklaringar till SD:s framgång  
No 18: Utan segel i vänstervinden – eftervalsanalys  
No 19: I frihandelns goda namn  
No 20: Från massarbetslöshet till full sysselsättning  
No 21: Vägen till en likvärdig skola – skolpolitisk årsbok 2015  
No 22: Jämlikhet är lösningen!  
No 23: En för alla, alla för vem?  
No 24: Måste vi jobba 8 timmar per dag?  
No 25: Kapitalet i tjugoförsta århundradet  
No 26: Piketty på tre röda  
No 27: Porten kallas trång  
No 28: Partierna och jämlikheten  
No 29: Anställningsformer i Sverige  
No 30: Med låg kvalitet som affärsidé  
No 31: Den blåbruna röran  
No 32: Spagat över väljarkåren  
No 33: I skuggan av TTIP: Ceta  
No 34: Postkapitalism: Vår gemensamma framtid  
No 35: Massivt stöd för jämlikhetspolitik  
No 36: Pensionssveket  
No 37: Med integrationen som murbräcka

No 38: Finansialiseringen av Sverige: på väg mot nästa kris?

---

## Katalys – Institut för facklig idéutveckling

Katalys är ett oberoende fackligt idéinstitut som bedriver utredningsverksamhet och opinionsbildning. Våra verksamhetsområden är välfärd, samhällsekonomi, arbetsmarknad och fördelningsfrågor. Vår uppgift är att generera kunskap och perspektiv som kommer såväl den politiska debatten som fackföreningsrörelsen och dess företrädare på lokal, regional och central nivå till gagn. Men vår uppgift är även att driva den politiska debatten framåt i dessa frågor, med egna analyser och förslag grundade i fackliga perspektiv. Vi står på två ben – idéutveckling och politisk påverkan. Värderingsmässigt står vi på LO-medlemmarnas sida.

Katalys tror inte att ökade samhällsklyftor är en naturlig eller opåverkbar följd av en globaliserad värld. Vi ställer inte upp på resonemang om att bara för att det går att skapa en marknad av något som vi äger gemensamt, så ska den marknaden skapas. Vi ser att det finns konstruktiva vägar framåt för den svenska arbetsmarknaden och att de principer som en gång formade arbetsmarknaden är relevanta även i framtiden. Vi vill bidra till att den generella välfärden och trygghetssystem säkras och utvecklas. Katalys – Institut för facklig idéutveckling startades på initiativ av 6F – fackförbund i samverkan. 6F utgörs av LO-förbunden Byggnads, Elektrikerna, Fastighets, Målarna och Seko.

Kontaktuppgifter:

Daniel Suhonen  
Chef  
daniel.suhonen@katalys.org

Enna Gerin  
Utredare  
enna.gerin@katalys.org

Victor Bernhardt  
Utredare  
victor.bernhardt@katalys.org

Niels Stöber  
Utredare  
niels.stober@katalys.org

Grafisk form och sättning: Petter Evertsén/Revoluform

Besök vår hemsida: **[www.katalys.org](http://www.katalys.org)**

# Sammanfattning

» DEN SVENSKA  
MODELLEN KARAK-  
TÄRISERAS DÄRMED  
INTE LÄNGRE AV EN  
LÖNSAM EXPORT-  
INDUSTRI OCH EN RE-  
JÄLT OMFÖRDELANDE  
VÄLFÄRDSSTAT UTAN  
AV ETT VÄL UTBYGGT  
BANKSYSTEM OCH  
ETT INSTITUTIONELLT  
RAMVERK SOM  
SÄKERSTÄLLER DE SE-  
NARES FRAMFART PÅ  
BEKOSTNAD AV DET  
STORA FLERTALET.

Sverige har genomgått en dramatisk samhällsomvandling och är numera ett land där ojämlikheten växer snabbare än nästan någon annanstans. Samtidigt som välfärdsstaten har skurits ned, så har den finansiella sektorn åtnjutit betydande offentligt stöd. En ny samhällsomvandling krävs för ett bättre samhälle.

I samhällsvetenskaperna talas allt oftare om finansialiseringen. Med detta begrepp menas att samhället och dess ekonomi kommit att domineras av den finansiella sektorn. Dessutom signalerar begreppet att detta är något vi bör vara djupt kritiska till. Vi hävdar i denna rapport att svenskt samhällsliv och ekonomi har blivit finansdominerad. En avgörande dynamik i finansialiseringen av Sverige är den mellan bostadsbristen och banksystemet.

Sverige omvandlades efter 1990-talskrisen till en ekonomi som förtjänar att kallas en ekonomi med "vinster utan investeringar i bostäder", en variant av nationalekonomen Eckhard Heins mer allmänna begrepp "vinster utan investeringar". Begreppet pekar mot att vi ser bostadssektorn och bostadspolitikerna som själva motorn i finansialiseringen av Sverige. En långtgående avreglering och liberalisering har gjort att kapital- och kreditmarknaderna förser denna motor med stora mängder bränsle samtidigt som andra delar av ekonomin inte får tillräckligt. Medelklasshushållen, framförallt i storstäderna, lånar i stora volymer till mycket förmånliga räntor och under jämförelsevis begränsade villkor. De använder krediterna för bostadsinvesteringar och allmän konsumtion i visshet om att prisutvecklingen på säkerheterna är tryggad av bostadsbristen och oförmögna eller politiskt bakbundna finansiella tillsynsmyndigheter. Den svenska modellen karaktäriseras därmed inte längre av en lönsam exportindustri och en rejält omfördelade välfärdsstat utan av ett väl utbyggt banksystem och ett institutionellt ramverk som säkerställer de senares framfart på bekostnad av det stora flertalet.

Sverige följer därmed, på sitt unika vis, finansialiseringens föregångare USA och Storbritannien; hushållens skulddrivna konsumtion håller de ekonomiska hjulen snurrande medan produktivitetens utvecklingen klingar av. Den svenska tillväxten är inte längre exportledd, utan skuldledd. I Sverige, till skillnad från i stora delar av västvärlden, är det ännu inte staten som tar på sig skulderna, utan hushållen. Sverige har inte fullt ut haft sin del av den globala finanskrisen ännu. Vi menar att det är fråga om ett temporärt uppskjutande.

Svenska bankers tillgångar uppgår (så länge Nordea alltså räknas med) till fyra gånger BNP, en internationellt sett mycket hög siffra. Till detta kommer att lönsamheten i den stora svenska finansiella sektorn är exceptionellt god, vilket den svenska staten har bidragit till att utveckla. Cirka två tredjedelar av de svenska bankernas vinster under åren 1993–2016 kan mycket väl ses som en indirekt överföring av förmögenhet från de svenska skattebetalarna till bankerna. Vi konstaterar med

» VI MENAR ATT DET  
ÄR HÖG TID ATT ÖVER-  
VÄGA FRÅGAN OM  
VEMS ELLER VILKAS  
ÄRENDEN DEN  
SVENSKA STATEN  
EGENTLIGEN GÅR.

visst eftertryck att den finansiella sektorn i Sverige har åtnjutit ett alldeles extraordinärt stöd från den svenska staten sedan 1990-talskrisen.

Dessa är våra utgångspunkter när vi i rapporten också tar oss an frågan om hur vi bäst ska förstå varför vi fick så kallad makrotillsyn. Vi följer processen från en nymornad medvetenhet om att det finansiella systemet kan kollapsa till dagens låsta läge. I makrotillsynens kölvatten har relationerna mellan folkvalda politiker, statstjänstemän, och privata marknadsaktörer under senare år kommit att utmärkas av växande spänningar. Vi menar att det är hög tid att överväga frågan om vems eller vilkas ärenden den svenska staten egentligen går.

Vi saknar en politisk vision om hur finanspolitik, penningpolitik och regelverk för finansiella marknader återigen ska tas fram och genomföras samfällt med flertalets intressen i centrum. Kan flertalets intressen bevakas av en svensk ekonomi med en dominerande finans? Vårt slutargument i denna rapport är att en ekonomi dominerad av sitt finanssystem inte är något framgångsrecept på sikt. En grundläggande tes bör vara att finanssystemet begränsas i storlek och komplexitet och därmed underordnas detta flertals välbefinnande över tid. Dessutom borde vår demokrati vara i bättre stånd till att säkerställa en sådan samhällsordning. För att denna samhällsomvandling ska kunna ske är det hög tid att många fler intresserar sig för hur penningväsendet och den finansdominerade ekonomin fungerar, hur den offentliga ekonomin egentligen ser ut, och vilka utvägar som kan identifieras för att främja en starkt välfärd.

# Innehållsförteckning

Kapitel 1. På väg mot nästa kris.....	8
Kapitel 2. Staten och det finansiella kapitalet .....	10
Kapitel 3. Makrotillsynen i Sverige.....	16
Att organisera makrotillsyn (2008–2013) .....	16
Riskidentifiering (Januari 2014–Juni 2015).....	17
Makrotillsynsåtgärder och skiftande allianser (Juni 2015–December 2016) .....	19
Tillbaka till nuläget.....	23
Kapitel 4. Varför fick vi makrotillsyn i Europa och Sverige? .....	25
Makrotillsyn i Europeiska unionen.....	29
Kapitel 5. Regleringsteori som beskriver och förklarar verkligheten.....	33
Kapitel 6. Finansialiseringen av Sverige .....	37
Den finansdominerade svenska tillväxtmodellen.....	38
Nyliberal omstrukturering .....	39
Finansialisering: finanssektorns växande betydelse .....	42
Bolagsstyrningen i Sverige .....	46
Pensionerna: reaktionära reformer och aktiehandel för vanligt folk.....	47
Bostäderna: spekulation, uteslutning och kreditbaserad konsumtion.....	48
Ojämlighet: osäkerhet på arbetsmarknaden, skuldsättning och ojämlika välfärdstjänster .....	50
Kapitel 7. Slutsatser .....	54
Referenser .....	59
Noter .....	68

## KAPITEL 1.

# På väg mot nästa kris

» EN FÖR SAMHÄLLET  
AVGÖRANDE DYNA-  
MIK ÄR DEN MELLAN  
BOSTADSBRISTEN  
OCH BANKSYSTE-  
METS FUNKTIONS-  
SÄTT.

Sverige har genomgått en omfattande, dramatisk och långvarig samhällsomvandling. Denna omvandling kallar vi i samhällsvetenskaperna numera allt oftare för finansialisering. Med detta begrepp menas att samhället och dess ekonomi kommit att domineras av den finansiella snarare än den reala sektorn och dessutom att detta är något vi bör vara djupt kritiska till.<sup>1</sup> Sverige är ett land där ojämlikheten växer snabbare än nästan någon annanstans. Den offentliga sektorns stöd till svagare grupper har skurits ned, samtidigt som den finansiella sektorn har åtnjutit betydande offentligt stöd. Vi hävdar att hela samhällslivet och ekonomin har blivit finansdominerad. En för samhället avgörande dynamik är den mellan bostadsbristen och banksystemets funktionssätt. Relationerna mellan folkvalda politiker, statstjänstemän, och privata marknadsaktörer har under senare år kommit att utmärkas av växande spänningar. Det är hög tid att överväga frågan om vems eller vilkas ärenden den svenska staten egentligen går?

I Sveriges Radios *Dagens Eko* den 28 mars 2017 kommenterade riksbankschef Stefan Ingves regeringens aktuella förslag att minska Riksbankens valutareserv. Han beskrevs av Ekot som "mycket kritisk" och med en vilja att ha kvar "dagens stora buffert i dollar och euro om det värsta skulle inträffa".

"Det är alltid bättre att ha pengarna i förväg jämfört med att låna när det är som sämst" sa Stefan Ingves till reportern, som fortsatte med frågan:

"Regeringen sade att nu flyttar vi brandbilarna från Riksbanken till Riksgälden. Hur ser du på uttalandet?"

"Det är väl snarare så att man säljer brandbilen" svarade Stefan Ingves.

Ekot fortsatte med att berätta för lyssnarna att riksbankschefen möjligen är den myndighetschef i landet som framstår som "allra mest oroad över stigande bostadspriser, växande skulder hos hushållen och ett stort tätt sammankopplat banksystem" och någon som varnar för en "kollektiv oförmåga att fatta nödvändiga beslut för att hantera situationen."

Den omedelbara bakgrunden till Ekoinslaget och riksbankschefens uttalande är det regeringsförslag som innebär att frågan om den så kallade valutareservens storlek inte längre ska avgöras av Riksbanken.<sup>2</sup> Den här skriften handlar om att söka och förmedla djupare kunskap om och insikt i hur det kommer sig att riksbankschefen och regeringen i Sverige befinner sig i öppen konflikt och där den ene använder den andres målände liknelse om brandbilar för att formulera retorisk moteld.

Åren 2007–2009 blev många av oss tämligen bryskt uppskakade av det finansiella tidevarv vi tycktes leva i. Det globala finanssystemet tvärnitade och tillgången på krediter ströps för många företag och hushåll. Kanske var det till och med något ännu djupare som pågick? Kanske till och med en kris för kapitalismen? Även om finansiella kriser har kommit och gått i allt tätare takt så var väl ändå det här "alla krisers



moder”?<sup>3</sup> För vissa samhällsvetare blev det nu tydligare att omvandlingsprocesser som till synes hade gynnat de flesta i själva verket tycktes handla om ”finansiell expropriering”: omvandlingar av vanligt folks inkomster till finansiella vinster, vilka tillfaller en liten finansiell elit och därmed driver på en galopperande ojämlikhet.<sup>4</sup> Den globala finanskrisen satte tänderna i höginkomstländerna på norra halvklotet, men påverkade också låg- och medelinkomstländer jorden över.<sup>5</sup>

Återhämtningen från krisen har visat sig särskilt bekymmersam i Europa där otillräckligt utformade institutioner kring EMU förstärkt utsattheten för krisen och försvårat återhämtning. Vissa har sedan länge dragit slutsatsen att ”inget fundamentalt har förändrats... den finansiella elitens makt är i stort bevarad”.<sup>6</sup> Om något så har den koordinerade politiska responsen på krisen i Åtstramnings-Europa bidragit till detta bevarande av *status quo*. Nyliberala politiska idéer och visioner har befasts efter krisen. Regeringar och europeiska institutioner har kommit till finansmarknadernas undsättning, medan förment lata, korkade och anti-nyliberala länder i Sydeuropa kastats in i omfattande social misär.<sup>7</sup> Under återhämtningens banér återupptas finansialiseringen av samhället och de offentliga utgifterna hålls tillbaka. Författare som Andrew Gamble har övertygat oss om att denna nyliberala ordning med närmast obegränsad kärlek till de finansiella marknaderna skapat en mycket ömtålig, för att inte säga farlig, social situation.<sup>8</sup>

Detta är en rapport om läget i det svenska samhället och dess ekonomi, som vi alltså menar har genomgått den omfattande omvandling vi kallar finansialisering. Vi menar att den samhällsekonomiska situation Sverige befinner sig i är djupt oroande. Vi fokuserar vår uppmärksamhet på de samhällsaktörer som har som uttalad uppgift att styra eller reglera samhällsekonomin: folkvalda politiker och tjänstemän i några av statens mest centrala myndigheter. Det kan tyckas som om Sverige på något sätt klarat sig ur krisen efter den kraftiga nedgången i bruttonationalprodukten år 2009. Och visst har svenska politiker och andra kunnat peka på höga tillväxttal vad gäller nominell bruttonationalprodukt liksom på en marginellt sjunkande arbetslöshet under de senaste sju-åtta åren. Vissa har pekat på detta som tecken på en särskild motståndskraft i det svenska samhället och dess institutioner, och har hävdat att motståndskraften skulle ha sin grund i hanteringen av den stora 1990-talskrisen.<sup>9</sup> Andra har pekat på den generella styrkan i den svenska ekonomin<sup>10</sup> och ytterligare andra har pekat på att Sverige haft en hel del tur.<sup>11</sup> Alla dessa tolkningar av den svenska ekonomin bygger dock på förståelseramar eller teorier som inte inbegriper begreppet finansialisering.<sup>12</sup> Den svenska ekonomin ses på många håll även i den internationella akademien alltjämt som en unik modell för ekonomisk organisering, numera som en kunskapsbaserad ekonomi med kvalificerad arbetskraft, väloljad både av globalt riskkapital och av offentliga stöd, samt en moderniserad och trimmad välfärdsstat.<sup>13</sup> Samtidigt har debatten om hur det finansiella systemet ska regleras varit tämligen häftig även inom den svenska statens institutioner.<sup>14</sup> Vi befinner oss i en tid då det partipolitiska landskapet ritas om i rask takt och myndighetschefer öppet polemiserar med den sittande regeringen. Hur kan allt detta komma sig?

» NYLIBERALA  
POLITISKA IDÉER OCH  
VISIONER HAR BE-  
FÄSTS EFTER KRISEN.

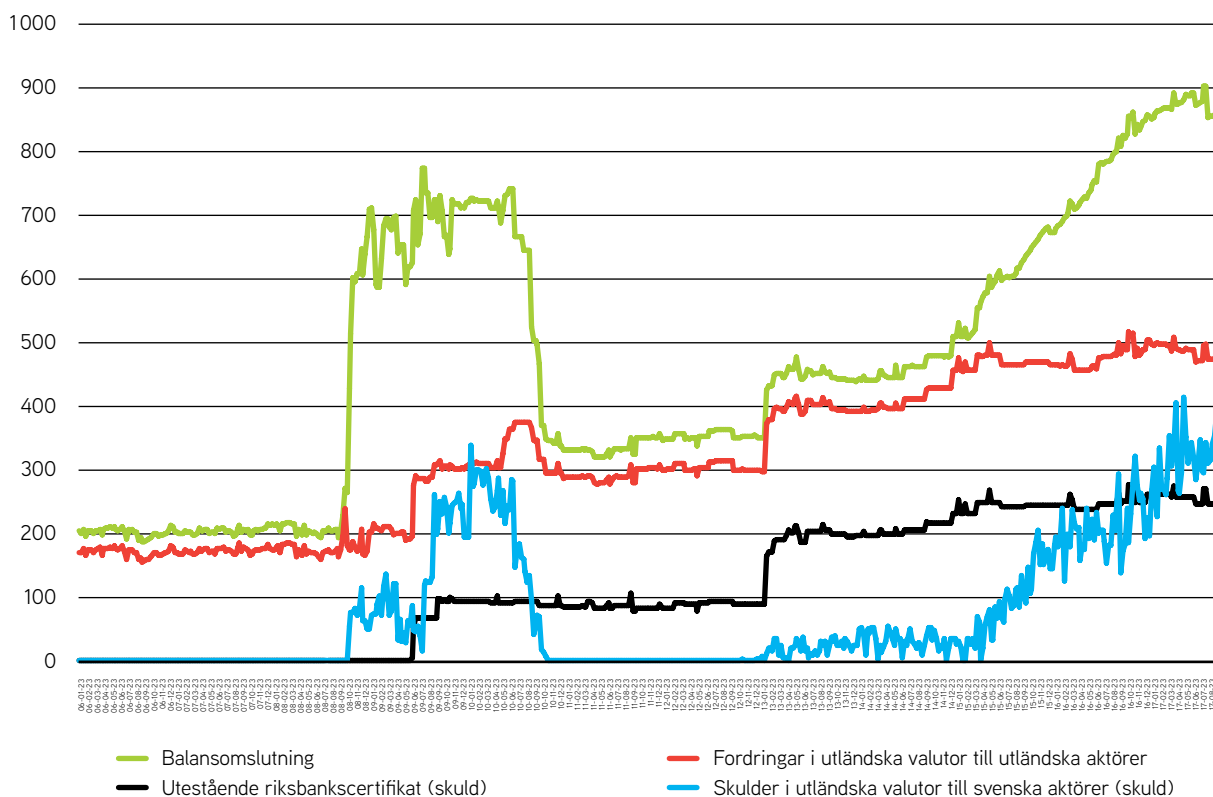
## KAPITEL 2.

# Staten och det finansiella kapitalet

Riksbankchefen är ansvarig för en myndighet vars uppgift det är bland annat att värna penningväsendets stabilitet, det vill säga att pengar skall kunna användas säkert och smidigt för att genomföra ekonomiska transaktioner. För att fullgöra en sådan uppgift krävs givetvis kunskap om och insikt i ekonomins funktionssätt. Om riksbankschefen på våren 2017 ville skapa sig en bild av den svenska ekonomins funktionssätt skulle Riksbankens egen balansräkning kunna tjäna som utgångspunkt.

I figuren 1 här nedanför kan vi se att Riksbanken i nuläget har större tillgångar och skulder än någonsin tidigare. Riksbankens balansomslutning är alltså rekordstor och större nu än under hanteringen av den globala finansiella krisen som slog till åren 2008–2009 efter den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers konkurs. Den penningpolitik som Riksbanken fört under perioden därefter har inneburit att den lånat ut och lånat in allt större volymer av krediter (som i sin tur utgör en del av de "pengar" som används i det svenska samhället).

Figur 1. Riksbankens tillgångar och skulder, 2006-2017, miljarder kronor, månadsdata.



Riksbankens balansräkning, 2006-2017. Källa: Riksbanken.

Under hanteringen av krisen lånade Riksbanken som vi också ser i figuren upp stora mängder dollar och annan utländsk valuta för att stötta svenska banker med likviditet i dessa valutor för att därmed undvika att dessa banker hamnade i finansieringskris. Sedan 2013 har Riksbanken återigen lånat upp allt större belopp i dollar och annan utländsk valuta och därmed byggt upp en så kallad *valutareserv*. Riksbanken, en statlig myndighet under riksdagens kontroll, kan därmed sägas sköta en del av den svenska finansiella sektorns finansiering genom att låna upp pengar i främmande valuta. Samtidigt har Riksbanken skaffat sig förutsättningar att hjälpa finansföretag i likviditetsknipa med utländsk valuta. Det är just detta som regeringen i mars 2017 föreslog att Riksbanken inte längre ska få besluta om på egen hand.

Riksbankens uttalade motiv för att denna ökade in- och utlåning i främst dollar är att det svenska bankväsendet är stort och dollarberoende. Riksbanken har skaffat sig en "brandbil" i form av en valuta-reserv för att kunna agera i en krissituation där *svenska banker*, som har övervägande *långfristiga tillgångar* och *mer kortfristiga skulder*, inte kan återfinansiera sig på kort sikt genom att låna på den internationella kapitalmarknaden.

Riksgälden och sedermera regeringen har argumenterat för att detta medför att Riksbanken (en myndighet) snarare än den folkvalda Sveriges Riksdag styr över den svenska statens skuld och samtidigt åsamkar de svenska statsfinanserna en (ränte)kostnad för denna extra upplåning i främmande valuta. Regeringen föreslog alltså nyligen att ansvaret för att fastställa valutareservens storlek (utöver 50 miljarder kronor) ska flyttas från Riksbanken till Riksdagen. Samtidigt föreslogs att Riksbankens eget kapital skall utökas från nuvarande 51 miljarder kronor till 60 miljarder.<sup>15</sup>

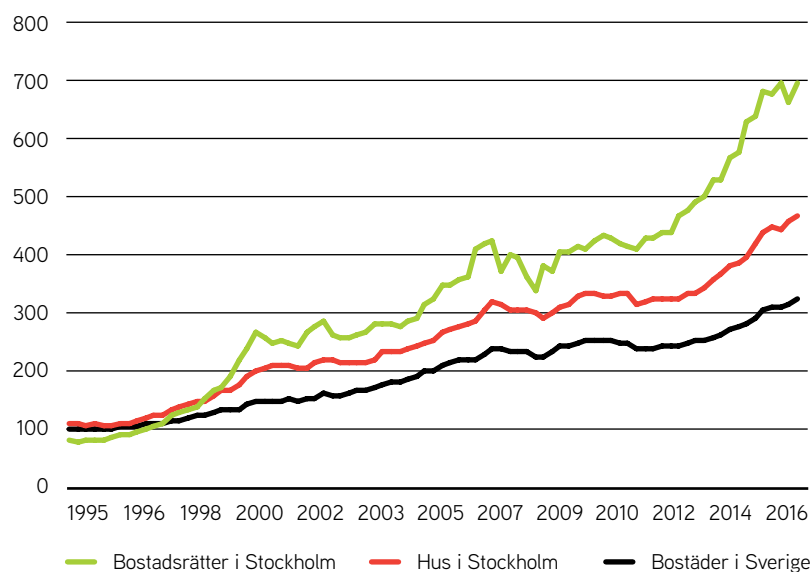
Hela detta händelseförlopp har en lång förhistoria. Under perioden efter den stora finansiella krisen 2007–2009 har finansdepartementet och myndigheter inom svenska staten varit sysselsatta med att utforma ett "nytt politikområde" som kommit att kallas *makrotillsyn*. Detta nya politikområdet utgår från en nymornad medvetenhet om att det finansiella systemet uppenbarligen kan kollapsa och att detta kan få mycket stora konsekvenser i den reala ekonomin och för det demokratiska systemet. Makrotillsynen är inte någon svensk uppfinning eller företeelse utan är en internationell rörelse av policyinitiativ, akademisk teoribildning och politiskt beslutsfattande. Fokus i samtalet kring makrotillsyn ligger på de *systemiska risker* som byggs upp över tid i det finansiella systemet, där hushåll, icke-finansiella företag, banker och myndigheter samverkar på sätt som inte fångas av de enklare skolboksteorierna om samhällsekonomi. I den senaste omgången av finansiell kris var expansiv utlåning till hushåll för bostadsförvärv en nyckelfaktor i krisförloppen i en rad av fall, till exempel i USA, Danmark, Spanien, och Irland. På andra håll var andra former av finansiell spekulation med hög risknivå i centrum av händelseförloppet, t ex på Island. Gemensamt för alla krisekonomier är ett snabbt växande och åtminstone fram till krisen lönsamt banksystem.

Efter en kraftig recession under 2009 återkom tillväxt i den svenska ekonomin. Regeringar av olika politisk färg har kunnat stoltsera med internationellt sett höga tillväxttal. En del akademiker har hyllat detta som bevis för att en "ny svensk modell" har utformats på ett nationalekono-

» GEMENSAMT FÖR  
ALLA KRISEKONOMIER  
ÄR ETT SNABBT  
VÄXANDE OCH ÅT-  
MINSTONE FRAM TILL  
KRISEN LÖNSAMT  
BANKSYSTEM.

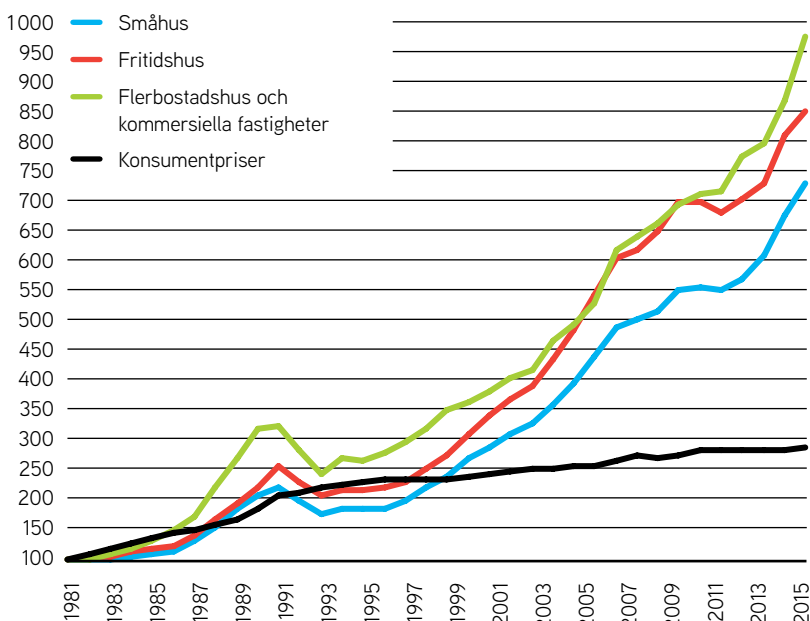
miskt framgångsrikt sätt.<sup>16</sup> Vi tillhör den växande skara som vill teckna en långt mer komplex och måhända dyster bild. Efter mer än tre decennier av nyliberal omvandling har den svenska samhällsmodellen snarare förändrats till oigenkännlighet. I det lågränteklimat som gäller efter den globala finanskrisen har den traditionellt starka svenska exportindustrin upprätthållit investeringsnivåer, men inte lönsamheten. Den ekonomiska tillväxten har enligt vårt synsätt i stadigt stigande grad baserats på ständigt kraftig skuldsättning hos de svenska hushållen och den därtill kopplade prisuppgången på tillgångsmarknader, särskilt bostadsmarknaden och i synnerhet bostadsrätter i Stockholm (se figurerna 2 och 3).

**Figur 2a. Reala bostadspriser, 1995-2016 (index 1986 = 100).**



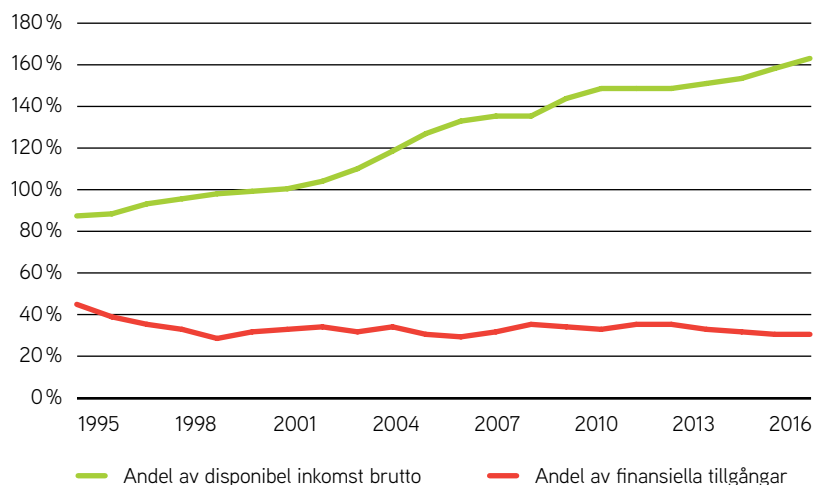
Reala fastighetspriser 1995–2016. Källa: Statistiska Centralbyrån (SCB).

**Figur 2b. Reala bostadspriser, 1995-2016 (index 1986 = 100).**



Urval av fastighetspriser samt konsumentpriser 1981–2016. Källa: Statistiska Centralbyrån (SCB).

**Figur 3. Hushållens låneskulder i procent av justerad disponibel inkomst och av hushållens finansiella tillgångar, 1995–2016.**



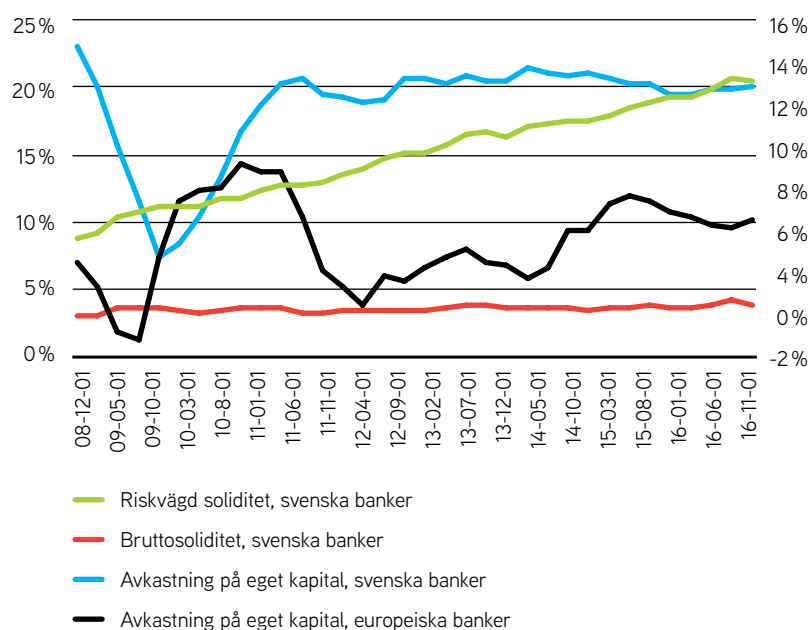
Hushållens skulder 1995–2016. Källa: Statistiska Centralbyrån (SCB).

Reglering av det finansiella systemet har i Sverige formats av erfarenheten från den stora krisen i början av 1990-talet. Då utlöstes en bankkris efter en höjning av räntan i det återförenade Tyskland i samband med en kris för det dåvarande valutasamarbetet (ERM-systemet). Den dåvarande borgerliga regeringen (1991–1994) under statsminister Carl Bildt och Riksbanken genomförde en fullskalig räddningsaktion av de svenska bankerna. Efter denna kostsamma räddningsaktion följde en radikal nedbantning av de offentliga utgifterna från nivån på i det närmaste 70 procent av BNP. Med stöd också från Socialdemokraterna gjordes regelverken för statsfinanserna om (med överskottsmål om 1 procent av BNP) och pensionssystemet reformerades med ambition att göra detta statsfinansiellt neutralt. Tillsammans med redan tidigare genomförda avregleringar av kapitalrörelser, kreditmarknader och förändringar i skattesystemet, skapades ett kraftfullt tryck i riktning mot privatisering av bostadsbestånd och ackumulering av personliga förmögenheter samt skuldsättning. Den kraftigt begränsade offentliga konsumtionen ledde till låg inflation, något som gjorde Sverige attraktivt för finansiella placerare världen över.<sup>17</sup> Under 1990-talet uppvisade Sverige hög produktivitetstillväxt och höga lönsamhetstal i näringslivet. Ekonomin visade sig dock vara benägen till finansiell kris. År 2000 spräcktes den så kallade IT-bubblan, men Sverige återhämtade sig i kraft både av sin starka exportsektor och ytterligare finansialisering av ekonomin.<sup>18</sup>

Mot slutet av 2000-talet hade en samhällsekonomisk modell med "vinster utan investeringar i bostäder" utvecklats, med uppseendeväckande vinster i finansiella företag i huvudsak frikopplade från produktivitetshöjande investeringar.<sup>19</sup> Efterfrågekollapsen under finanskrisen 2007–2009 slog hårt inte bara mot exportsektorn utan hotade också den finansiella sektorn som expanderat kraftfullt utanför landets gränser, företrädesvis i Baltikum. Sommaren 2008 genomfördes så ännu en *fullskalig räddningsaktion* av det svenska banksystemet. Denna, tillsammans med en fördelaktig industristruktur, effektiv krishantering och oavsiktligt kontracyklisk finanspolitik möjliggjorde ännu en snabb återhämtning, men stimulerade också ytterligare till finansialisering.<sup>20</sup>

Den svenska ekonomin kretsade numera i mindre utsträckning runt den globala exportindustrin och mer runt skuldbaserad konsumtion. Ständigt stigande nivåer på den privata, särskilt hushållens, skuldsättning driver såväl lönsamheten i de kraftigt belånade bankerna som hela den samhällsekonomiska modellen (se figur 4).

**Figur 4. Soliditet (vänster skala) och avkastning på eget kapital (höger skala), svenska och europeiska banker, 2009-2017, kvartalsdata.**



Bankernas soliditet och lönsamhet i europeisk jämförelse, 2009-2017. Källa: Riksbanken.

I den "nya svenska modellen" hänger den makroekonomiska balansen alltmer på stigande tillgångspriser, skuldsättning och växande ojämlikhet.<sup>21</sup> Detta är till stor del en konsekvens av den konvergens av globala, europeiska och nationella "kreditcykler" som följt med närmast global avreglering av kapitalmarknaderna. Denna förändring är som allra tydligast i små och i övrigt öppna ekonomier som Sverige, vars penningpolitik nu styrs i allt väsentligt av den amerikanska och den europeiska centralbankens penningpolitik.<sup>22</sup> Detta radikala öppnande mot omvärlden kan kanske endast tillfälligt dämpas av kvarlevor från äldre dagars svenska modeller, inklusive välfärdsstatens system, men inte i längden:

Det krävs inte någon fantasi för att måla upp en hotfull bild av Sveriges finansiella framtid. Alla de historiskt nödvändiga ingredienserna för en kommande finanskris finns på plats. (Andersson och Jonung, 2015, s. 30)

I varnande sammanfattning: Sverige har på många sätt kommit att likna USA under perioden fram till Lehman Brothers kollaps, med stigande bostadspriser, svällande finanssystem och privat skuldsättning. Sverige saknar dock många av de handlingsmöjligheter som världens alltjämt enda supermakt har till sitt förfogande för att hantera en ny finansiell

kris: den svenska kronan är *inte* beräknings- och betalningsenhet vid internationell handel. Kronan är inte heller den valuta som världens alla sparare (inklusive stater) använder för sitt sparkapital.

Vi hävdar att det krävs en hel del fantasi men framför allt politisk vilja och mobilisering för att utforma alternativ till den typ av ekonomi och samhälle som vi numera lever i och att detta är ett angeläget projekt. Staten och det finansiella kapitalet tycks i huvudsak sitta i samma båt och det är vissa som ror så att svetten lackar medan andra festar uppe på däck.

Vi återkommer både till skolboksteorierna och till andra betydligt trovärdigare teorier om samhällsekonomi, liksom till en bredare bild av det svenska samhället och dess ekonomi. Innan vi ger en mer fullständig bild av finansialiseringen av Sverige ska vi berätta historien om de första försöken att *reglera* den finansdominerade ekonomin i Sverige.

## Kapitel 3

# Makrotillsynen i Sverige

I detta kapitel behandlas den svenska makrotillsynens framväxt. Vår historia delar in tiden sedan den globala finanskrisen i tre perioder: under åren 2008 till 2014 handlade det i huvudsak om att organisera det nya politikområdet makrotillsyn, under 2014 och 2015 påbörjades mer konkret utformning av analys och verktyg för makrotillsyn av ekonomi, och från slutet av 2015 till i dag har vi sett de första inslagen av genomförande av makrotillsynsåtgärder samtidigt som debattens vågor går höga både bland myndigheter, folkvalda och akademiker.

## Att organisera makrotillsyn (2008–2013)

Sverige klarade sig igenom den finansiella krisen utan någon enskild stor bankkonkurs eller förstatligande. Krisen satte dock igång en våg av omorganisering i den svenska staten. Den borgerliga regeringen utsåg i samförstånd med Socialdemokraterna i opposition, i februari 2011 den så kallade *Kriskommittén* som skulle granska gällande regelverk och föreslå reformer också avseende myndigheters roller och inbördes förhållanden. I linje med den internationella regleringsutvecklingen inom G20, Basel III och EU skulle kommittén därigenom uppdatera krisförebyggande och krishanterande åtgärder i ljuset av lärdomar från den globala krisen.<sup>23</sup> Redan i maj 2009 hade en överenskommelse träffats mellan berörda myndigheter inom den svenska staten om att stärka det "institutionella ramverket" för krishantering.<sup>24</sup> Riksgälden hade under krisen (2008) getts rollen som stödmyndighet gällande finansiellt stöd till enskilda finansiella företag med behov av nödkrediter inom ramen för det så kallade *Garantiprogrammet*, men också för stöd med avseende på systemiska risker. Överenskommelsen innebar också att Riksbanken, med ansvar för prisstabilitet och ett tryggt betalningsväsende, och Finansinspektionen med ansvar för "sunda" finansiella företag, skulle förtydliga sina respektive ansvarsområden och utveckla samverkansformer.

I oktober 2011 tillsattes en utredning som skulle se över Riksbankens roll och funktionssätt, särskild dess finanser och roll i krishantering. Detta mot bakgrund av att Riksbanken under den globala krisen hävdade sitt ansvar för betalningssystemets stabilitet som skäl för att involvera sig också i frågor om det finansiella systemets stabilitet. Med policyutvecklingen på EU- och G20-nivå i bakgrunden utspelade sig sedermera en dragkamp mellan de två myndigheterna Riksgälden och Riksbanken om just Riksbankens eget kapital och balansräkning i stort, inklusive regelverk för att fastställa valutareservens storlek.<sup>25</sup> Riksgälden framförde kritik mot Riksbankens anspråk på finansiellt oberoende både på formell-legal grund och i termer av ekonomisk effektivitet. Riksgälden var kritisk till Riksbankens krav på att Riksgälden skulle låna upp utländsk valuta för Riksbankens räkning för att täcka svenska bankers exponering i dessa valutor. Riksgälden menade att Riksbanken hade rest sådana krav under perioden 2009–2012 med inte helt självklart stöd i lag. Riksgälden

» **SVERIGE KLARADE SIG IGENOM DEN FINANSIELLA KRISEN UTAN NÅGON ENSKILD STOR BANKKONKURS ELLER FÖRSTATLIGANDE. KRISEN SATTE DOCK IGÅNG EN VÅG AV OMORGANISERING I DEN SVENSKA STATEN.**



» AF JOCHNICK GICK  
SÅ LÅNGT SOM ATT  
OFFENTLIGT BEKLAGA  
KRISKOMMITTENS  
FÖRSLAG FÖR ATT  
SAKNA EN TYDLIG  
FÖRDELNING AV AN-  
SVAR OCH MANDAT  
ATT UTVECKLA IN-  
STRUMENT FÖR MAK-  
ROTILLSYN ...»

ifrågasatte Riksbankens långtgående oberoende ställning med avseende på förvaltningen av dess balansräkning och föreslog att Riksgälden skulle överta beslutsrätten i dessa frågor.<sup>26</sup> Riksbanken å sin sida försvarade storleken på sitt eget kapital som väl motiverad och hänvisade till EU-rättens regler om centralbankers oberoende, inklusive kontroll över valutareserven.<sup>27</sup> För att vara en skriftväxling mellan svenska statliga myndigheter är dessa remissvar påtagligt märkta av konflikt.

I januari 2012 bildade Riksbanken och Finansinspektionen *Samverkansrådet för Makrotillsyn*, ett forum för att gemensamt diskutera och samordna arbetet med "makrotillsyn". Två stora och sammankopplade frågeställningar skapade meningsskiljaktigheter i detta forum.<sup>28</sup> Den första konfliktytan gällde vilken myndighet som skulle vara primärt ansvarig för makrotillsyn. Den andra konfliktytan gällde nyckelaspekter av vad makrotillsyn skall innebära. Gällande denna andra konfliktyta började skiljelinjer utkristalliseras. Riksbanken uttryckte oro över kontinuerlig tillväxt i mängden krediter i samband med den pågående bostadsprisuppgången, dessutom i en ekonomi nära recession under just 2012. Finansinspektionen å sin sida antog mer av en "följa strömmen"-hållning och förordade att Sverige skulle följa G20, Basel II och EU-regler på området snarare än att försöka stävja den pågående kredit-tillväxten med ytterligare hemmasnickrade åtgärder.

När det gällde ansvarsfrågan argumenterade Riksbanken genom riksbankschefen, tillika ordföranden för *Bank of International Settlements*, Stefan Ingves, att den skulle vara primärt ansvarig myndighet, samtidigt som det behövdes koordineras med Finansinspektionens "operativa och analytiska kompetens".<sup>29</sup> Första vice riksbankschef Kerstin af Jochnick gick så långt som att offentligt beklaga kriskommitténs förslag för att sakna en tydlig fördelning av ansvar och mandat att utveckla instrument för makrotillsyn, något som hon menade skulle hämma utvecklingen av möjligheten att faktiskt styra eller reglera ekonomin på ett eftersträvsansvärt sätt.<sup>30</sup>

Regeringen beskrev sig som under tryck från Internationella valutafonden (IMF) och europeiska systemrisknämnden (ESRB) att komma till skott med nya regelverk och beslutade 2013 att följa Kriskommitténs förslag om att inrätta ett nytt forum, Finansiella stabilitetsrådet (FSR), med Riksbanken, Finansinspektionen och Riksgälden som medlemmar under Finansdepartementets ordförandeskap. Samtidigt gavs Finansinspektionen primärt ansvar för utveckling av konkreta instrument för makrotillsyn som policyområde.<sup>31</sup>

Fram till och med år 2013 var alltså makrotillsynen i Sverige något som utreddes och i övrigt begränsades till att Finansinspektionen införde ett antal generella regler som följde av medlemskapet i EU. Trots att en bostadsprisexplosion och kreditboom var under uppsegling sedan länge hade inga specifika åtgärder för den svenska samhällsekonomin utformats eller införts. Riksgälden uttryckte stor frustration över denna brist på framåtskridande och kritiserade regeringens prioritering av organiseringsfrågan framför framtagande av specifika målsättningar och verktyg för effektiv makrotillsyn.<sup>32</sup>

## Riskidentifiering (Januari 2014–Juni 2015)

Med Finansiella stabilitetsrådet (FSR) väl på plats inleddes arbetet med synbara och växande spänningar mellan de deltagande myndigheterna.

Representanter från myndigheterna befann sig i öppen konflikt uppdelade i två läger och dessutom med tydlig kritik riktad mot regeringen. Redan det första protokollet från FSR, oaktat tjänstemännens försök att uppvisa enighet, visar upp konflikter mellan de inblandade kring skillnader i analys av systemrisker. FSR hade gett sitt nya kansli i uppdrag att ta fram en översyn av det finansiella systemet med utgångspunkt i de befintliga rutinerna vid Riksbanken och Finansinspektionen, i huvudsak en ansats baserad på aggregering av data från så kallad "mikrotillsyn" av enskilda finansiella företags soliditet och likviditet. Hushållens skuldsättning identifierades som en källa till oro, men de två myndigheterna gjorde olika bedömningar av allvaret i frågan. Denna skiljelinje skulle bestå under FSRs första verksamhetsår.<sup>33</sup>

Frågan om principer för att beräkna och genomföra kapitalkrav på finansiella företag var en viktig källa till motsättning. Finansinspektionen och Riksgälden anslöt sig till principen om riskvägda kapitalkrav baserade på så kallade (företags) interna modeller för risker. I synnerhet Finansinspektionen lutade sig mot principerna för det så kallade Basel II-regelverket som utgår från hypotesen att finansiella marknader är välfungerande. Riksbanken å sin sida förordade som en försiktighetsprincip att banker borde ha en lägsta nivå på sitt icke-riskvägda egna kapital (ett "bruttosoliditetskrav"), med förslaget att detta skulle sättas till ett krav på 5 procent. Riksbanken pekade i sina analyser på att soliditeten i svenska banker var oroväckande låg i internationell jämförelse och tolkade detta som signal att det svenska finansiella systemet var mer benäget till instabilitet. Ingen svensk bank nådde 5 procent-nivån för eget kapital under denna tid. Finansinspektionen avvisade bruttosoliditetskrav och menade att ett sådant skulle locka banker att ägna sig åt ännu mer riskfyllda verksamheter i strävan att skapa avkastning på ett större eget kapital och dessutom leda till ökad risk för skuggbanksverksamhet utanför tillsynsmyndigheternas kontroll.<sup>34</sup>

Riksbanken förordade vidare en avveckling av avdragsrätten för räntor på bolån, något som såväl Finansinspektionen som Riksgälden avvisade. Båda myndigheterna menade att en sådan avveckling skulle destabilisera ekonomin genom minskad hushållskonsumtion och dessutom skapa betydande bekymmer för många hushåll, särskilt sådana med hög skuldsättning och låg köpkraft. Man pekade på att Riksbanken själv presenterat beräkningar som indikerade att ett avskaffande av avdragsrätten skulle kunna medföra ett 3-procentigt fall i bruttonationalprodukten. Riksbanken svarade på detta genom att påtala osäkerheten i den typen av kalkyler, samt peka på möjligheterna till en gradvis avveckling av avdragsrätten snarare än ett direkt slopande.<sup>35</sup>

En tredje källa till motsättning gällde frågan om hur hushållens skuldsättning skulle kunna dämpas. Alla medlemmar i FSR skrev under på den normativa idén att en "amorteringskultur" borde skapas. De praktiska formerna för reglering av amorteringar av skulder var dock hett omtvistade. Riksbanken framhärade i sin starka oro för skuldnivåerna, medan Finansinspektionen och Riksgälden gav uttryck för betydligt lägre grad av oro. I bakgrunden skymtade olika idéer om systemiska risker i det finansiella systemet.<sup>36</sup> Finansinspektionen, som alltså getts ansvar för utformning av makrotillsynsåtgärder, föreslog att amorteringskrav skulle införas för bolån.<sup>37</sup> Förslaget stötte på möjligen oväntat motstånd under remissrundan. Kammarrätten i Jönköping menade

» **RIKSBANKEN FÖRORDADE VIDARE EN AVVECKLING AV AVDRAGSRÄTTEN FÖR RÄNTOR PÅ BOLÅN, NÅGOT SOM SÅVÄL FINANSINSPEKTIONEN SOM RIKSGÄLDEN AVVISADE.**

att Finansinspektionen i och med förslaget utvidgade sitt mandat utöver vad som fanns föreskrivet i lag.<sup>38</sup> Finansinspektionen drog tillbaka förslaget och meddelade att klargörande skulle sökas från de folkvalda lagstiftarna.<sup>39</sup> I samband med allt detta meddelande generaldirektören för Finansinspektionen, Martin Andersson, sin avgång.<sup>40</sup>

Riksbanken fortsatte att uttrycka oro för växande systemrisk, men var också internt splittrat på ett sätt som blev synligt för omvärlden. Direktionsmedlemmen och professorn Lars EO Svensson var kritisk till den förda penningpolitiken som av majoriteten i direktionen beskrevs som att "luta sig mot vinden". Svensson framförde i Riksbanksdirektionen kritik mot det underliggande tankesättet att penningpolitiken skulle användas inte bara för att nå ett inflationsmål utan att också utformas med hänsyn till finansiella systemrisk.<sup>41</sup> När Svensson sedermera avgick som direktionsmedlem beskrev han offentligt sina tidigare kollegor i Riksbanksdirektionen som "fixerade vid skulder" och som "sado-monetarister".<sup>42</sup> När sedan Riksbanksdirektionen beslöt att sänka sin viktigaste styrränta (reporäntan för lån och insättningar över natten mellan banker och Riksbank) till *minus* 0,1 procent var det nog många som såg detta som ett slags revansch för Svensson. Riksbanksdirektionen tycktes inte längre utgå från makrotillsynshänsyn, utan siktade nu strikt på att försöka nå den tydligt uppställda penningpolitiska målsättningen 2 procent konsumentprisinflation.<sup>43</sup>

Riksbankens mandat att bedriva penningpolitik med hänsyn till makrotillsynsfrågor var uppenbart av det oklara slaget. Uppgiften att upprätta hålla ett stabilt betalningssystem nämns i Riksbankens styrande dokument, men något klart mandat att bedriva makrotillsyn hade Riksbanken alltså inte fått, lika lite som den fått någon instruktion att ta makrotillsynshänsyn i penningpolitiken. Riksbankschefen Stefan Ingves framträdde nu i internationella medier med ifrågasättanden av den svenska makrotillsynen. I tyska affärstidningen *Wirtschaftswoche* i april 2015 förutspådde Ingves att låga eller negativa centralbanksräntor var något vi skulle leva med för en längre tid, i alla fall i euroområdet som också Sverige tenderar att följa tätt. Han varnade för de kontinuerliga stegringarna i tillgångspriser i Sverige, särskilt bostadspriser, och uppmanade regering och myndigheter att formulera konkreta åtgärder för att stävja utvecklingen. Ingves argumenterade för en avveckling av avdragsrätten för räntor på bolån som något som skulle dämpa kredittillväxten.<sup>44</sup> Tio dagar senare uttryckte han återigen frustration över Riksbankens oförmåga att reglera den svenska makroekonomin i en intervju i *Wall Street Journal*:

Givet vad som sker på vår bostadsmarknad, så skulle vi i själva verket behöva två olika styrräntor, men det är omöjligt att åstadkomma. (Stefan Ingves)<sup>45</sup>

### Makrotillsynsåtgärder och skiftande allianser (Juni 2015–December 2016)

Den svenska ekonomin vände uppåt från det svaga 2012, tydligt driven av fortsatt kredittillväxt. Utlåning från svenska affärsbanker till hushåll för förvärv av bostäder drev under hösten 2014 den ekonomi som en nytillträd, och mycket svag, regering hade att förvalta. Den nya regeringen, bestående av Socialdemokraterna och Miljöpartiet, fick inte igenom sin första budget i Riksdagen och kunde med nöd och näppe undgå nyval.

» **RIKSBANKENS  
MANDAT ATT  
BEDRIVA PENNING-  
POLITIK MED HÄNSYN  
TILL MAKROTILL-  
SYNSFRÅGOR VAR  
UPPENBART AV DET  
OKLARA SLAGET.**

» **INOM FSR TYCKTES EN ALDRIG SÅ ÖMTÅLIG SAMSYN HA VUXIT FRAM OM DET LÄMPLIGA I ATT SKAPA EN "AMORTERINGSKULTUR".**

Denna regering uttryckte dock ambitionen att driva på utvecklingen av makrotillsynen och att skapa en anda av samverkan i FSR. Den nye generaldirektören för Finansinspektionen Erik Thedéen tillträdde oktober 2015 med en bakgrund som medarbetare i Riksbanken, vice generaldirektör för Riksgälden, VD för Stockholmsbörsen och statssekreterare i Finansdepartementet under den tidigare borgerliga regeringen. Trots detta återkom nya spänningar i FSR medan de interna allianserna skiftade. Och kredittillväxten i den svenska ekonomin fortsatte.

Vid mötet i juni 2015 fanns tecken på samsyn, men uppfattningarna i frågan om kapitalkrav på banker var alltså åtskilda. När det gällde hushållens skuldsättning åstadkom FSR en gemensam analys i vilken orsaker till skuldsättningen pekades ut: "makroekonomiska faktorer som fallande realräntor, men också [om] strukturella faktorer som att fler äger sina hem, förändringar i skattesystemet, och ett lågt byggande."<sup>46</sup> De nu gemensamma farhågorna uttrycktes i en debattartikel i *Dagens Nyheter* där medlemmarna i FSR argumenterade för amorteringskrav på bolån.<sup>47</sup> Finansmarknadsministern Per Bolund visade omedelbart beslutsamhet om att Finansdepartementet skulle genomföra alla nödvändiga förberedelser till hösten 2016.<sup>48</sup>

De internationella varningsropen gällande den svenska bostadsmarknaden och kredittillväxten blev allt högre.<sup>49</sup> Kreditvärderingsföretaget Moody's varnade för en bostadsbubbla och antydde att politiksamordningen hade misslyckats i Sverige: "makrotillsynsverktyg är mest effektiva när de kompletterar snarare än motverkar penningpolitiken".<sup>50</sup> Till och med från banksektorn, fastighetssektorn och byggindustrin började röster höjas för att hushållens skuldsättning och fastighetspriserna utgjorde ett problem.<sup>51</sup> Inom FSR tycktes en aldrig så ömtålig samsyn ha vuxit fram om det lämpliga i att skapa en "amorteringskultur".

På hösten 2015 understöddes denna nya samsyn av ledande borgerliga oppositionspolitiker som uppmanade till en bred politisk överenskommelse om tidigare otänkbara åtgärder i form av att minska eller avskaffa avdragsrätten för räntor och att höja fastighetsbeskattningen.<sup>52</sup> Den rödgröna regeringen hade redan tidigare under året avfärdat Riksbankens förslag om att fasa ut avdragsrätten för räntor på bolån med fördelningspolitiska argument om att åtgärden skulle slå hårt mot högt skuldsatta hushåll. Detta innebar i sig en omsvängning eftersom finansminister Magdalena Andersson tidigare hade kritiserat den då sittande borgerliga regeringen hårt för att inte ha avskaffat avdragsrätten i samband med sänkningen av fastighetsskatten, två historiskt relaterade frågeställningar.<sup>53</sup> Under årets lopp ändrade sig Andersson igen och öppnade för ett gradvist avskaffande.<sup>54</sup>

I december återsamlades så FSR och upprepade i sitt protokoll oron för hushållens skuldsättning och sin beslutsamhet gällande amorteringskrav. Den tidigare samsynen var dock sönderfallande. Riksgälden och Riksbanken trätte åter om den expansiva penningpolitiken och om rollfördelningen i krissituationer. Erik Thedeéns tillträde på Finansinspektionen hade uppenbarligen medfört förskjutningar inom FSR där Finansinspektionen nu argumenterade närmare i linje med Riksbanken snarare än Riksgälden. När stabilitetsrådets sekretariat arbetat fram en rapport tillsammans med Riksbanken och Finansinspektionen om riskerna i en lågräntemiljö<sup>55</sup>, avfärdade Riksgälden detta genom att kräva belysning i "ett bredare makroperspektiv"<sup>56</sup> och uttryckte förvåning över att "de

» **KANSKE UTAN ATT  
FÖRVÅNA NÅGON,  
INVÄNDE FÖRETRÄ-  
DAREN FÖR SVENSKA  
BANKFÖRENINGEN  
ATT REGLERINGARNA  
I FINANSSEKTORN  
REDAN VAR BETUNG-  
ANDE.**

spänningar som skapas av nuvarande kombination av trender, inklusive delar av den ekonomiska politiken, inte diskuteras mer.”<sup>57</sup> Riksgälden fick stöd på denna punkt av finansmarknadsminister Per Bolund.<sup>58</sup>

Riksbanken å sin sida tonade ned sitt handlingsutrymme och systemriskerna som följer av expansiv penningpolitik, och underströk att den expansiva penningpolitiken var ett globalt fenomen där negativa styrräntor var ett försök att pressa ned marknadsräntor och nå inflationsmål.<sup>59</sup> Även om Riksbanken tillstod risker på de finansiella marknaderna, till exempel för livförsäkringsföretag som led brist på investerare villiga att låsa räntor på långa löptider, och förordande aktiv tillsyn, så syntes mycket lite av den tidigare inställningen att ”luta sig mot vinden” i penningpolitiken.

Riksgälden kritiserade vidare Riksbanken för att ta kål på marknaden för statsobligationer genom att köpa upp stora poster och därmed hota marknadslikviditeten. Riksbanken svarade genom att återupprepa sitt krav på bruttosoliditetskrav för bankerna<sup>60</sup> samt likviditetsreserver i svenska kronor, till del för att minska sin egen valutarisk. Riksgälden, med stöd från Finansinspektionen, avvisade återigen bruttosoliditetskrav och argumenterade för riskvägda kapitalkrav. Riksgälden tillade att likviditetsreserver i svenska kronor är onödiga: ”I ett scenario där dollar- och eurotillgångar inte kan omvandlas till kronor har det finansiella systemet andra och större problem.”<sup>61</sup>

Riksgäldens avslutande och möjligen mest kraftfulla ifrågasättande av den svenska makrotillsynen så långt återstod: med hänvisning till kreditvärderingsföretaget Standard & Poor's påtalade Riksgälden att svenska banker skulle förbli de enda i Europa med förväntad tillgång till statligt stöd även efter implementeringen av EU-direktiv om krishantering under 2016.<sup>62</sup> Denna frågeställning restes åter vid ett seminarium där både Riksbanken och Finansinspektion var företrädare och presenterade sina synsätt gällande kapitalkrav på banker inför en publik som till övervägande del bestod av bankanställda i Stockholm.<sup>63</sup> Erik Thedéen och vice riksbankschef Flodén presenterade en enad front och problematiserade olika former av subventioner till banksektorn och utmaningen i att upprätthålla systemisk stabilitet. Thedéen öppnade för att ansluta sig till Riksbankens förslag om bruttosoliditetskrav om det visade sig att de riskvägda metoderna var för opålitliga, något som det fanns tydliga indikationer på eftersom bevisen för bankernas manipulation av sina interna modeller hopat sig.

Mest slående vid seminariet var dock kanske ändå att Riksgäldens representant vid samma seminarium kritiserade att den svenska modellen för krishantering höll på att underminera det europeiska spel-fältet för banker då svenska banker till skillnad från sina europeiska konkurrenter alltför skulle åtnjuta fullt statligt stöd. Det här var på väg att bli en ”elefant i rummet” i EU-kretsar. Riksgälden pekade alltså på att de svenska bankernas konkurrenskraft innebar avvikelse från EU-direktiv och var på väg att bli en stor fråga i europeiska myndighetskretsar. Kanske utan att förvåna någon, invände företrädaren för Svenska Bankföreningen att regleringarna i finanssektorn redan var betungande.

I juni 2016 införde Finansinspektionen krav på amorteringar av bolån, dock endast nyupptagna sådana. Effekten på bostadsmarknaden blev av allt att döma högst marginell och övergående. Vid sidan om denna tämligen tandlösa makrotillsynsätgard steg den offentliga



» TYDLIGT LEGALT  
STÖD FÖR ÅTGÄR-  
DER SAKNADES OCH  
KANSKE VAR HELA  
PROJEKTET ETT MISS-  
LYCKANDE SÅ LÅNGT.

kritiken mot Riksbankens penningpolitik, alltjämt med Riksgälden som tongivande röst.<sup>64</sup> Inom FSR växte konsensus om att förordna omfattande reformer i byggnads- och fastighetssektorn, områden som ligger långt utanför dessa myndigheters mandat. Beträffande utformning och genomförande av konkreta åtgärder för makrotillsyn fortsatte splittring att råda. Finansinspektionen förblev skeptisk till förslag såsom bolånetak, minskad avdragsrätt och bruttosoliditetskrav, åtgärder som föreslagits av Riksbanken sedan länge och nu även av IMF.<sup>65</sup>

Tämligen frustrerad över bristen på framåtskridande i makrotillsynen i Sverige, och kanske även med Riksbankens mycket begränsade roll i denna, beskrev riksbankschefen vid sitt årliga tal till National-ekonomiska Föreningen den svenska makrotillsynen som en "udda fågel" i ett internationellt perspektiv. Tydligt legalt stöd för åtgärder saknades och kanske var hela projektet ett misslyckande så långt. Den tidigare engelska centralbankschefen Mervyn King avgav senare under året rapport till finansutskottet i Sveriges Riksdag om den förda penningpolitiken i Sverige 2010 – 2015.<sup>66</sup> King satte ännu mera skruv på Ingves kritik genom att antyda att det svenska upplägget för makrotillsyn med en marginell formell roll för Riksbanken inte var avsett att åstadkomma någonting av substans. Finansminister Andersson påtalade vid samma utskottssammanträde att det "institutionella ramverket" för makrotillsyn hade etablerats i "bred politisk samsyn".

Vid FSR:s möte i december 2016 pekade Finansinspektionen på de makrotillsynsåtgärder som vidtagits under året: beslut om höjning av det kontracykliska riskvägda kapitalkravet på bankerna, införandet av amorteringskravet, samt "samtal med bankledningar och styrelser".<sup>67</sup> Samtidigt gjordes klart att ett skuldkvotstak nu var under analys. Finansinspektionen pekade vidare på att frågor utanför dess myndighetsmandat, såsom avskaffad avdragsrätt för räntor på bolån och penningpolitiken borde diskuteras i ett makrotillsynsperspektiv. Finansinspektionen pekade på möjligheten att förhålla sig mer flexibelt till inflationsmålet än vad som var fallet med den nu förda penningpolitiken.<sup>68</sup>

Riksbanken å sin sida påtalade att hela den svenska bostadsmarknaden befann sig i obalans och efterfrågade "strukturella åtgärder" för att komma till rätta med detta. Riksbanken upprepade sina förslag om likviditetskrav samt bruttosoliditetskrav på banker och beklagade att Finansinspektionen inte skulle komma att få mandat att flexibelt utforma och införa makrotillsynsåtgärder.

Riksgälden pekade åter på penningpolitiken som det grundläggande problemet för den finansiella stabiliteten och pekade ut nuläget som lämpligt tidpunkt för att slopa ränteavdragsrätten för räntor på bolån.

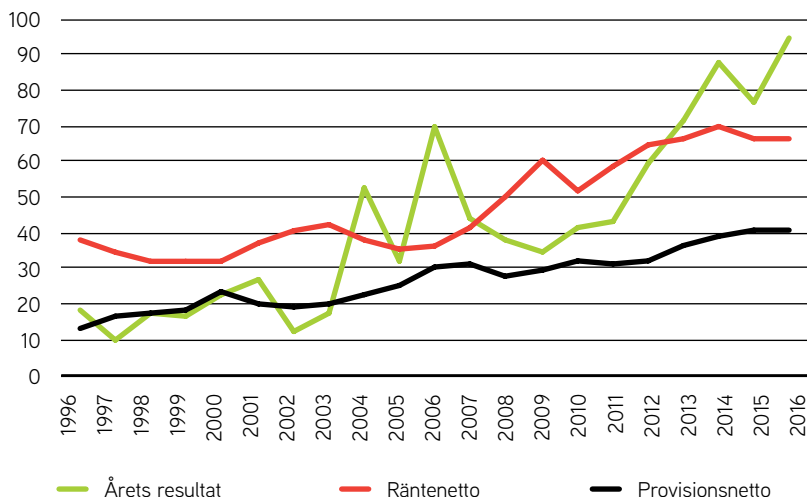
Ordföranden för FSR, finansmarknadsminister Bolund underströk i diskussionen att "en grund till de problem vi sitter i" var det låga bostadsbyggandet, men att regeringen nu anordnat ett åtgärds paket som stimulerar till byggande också av hyresrätter, och att byggandet nu var "mycket högt".<sup>69</sup> Riksgälden avrundade under rubriken övriga frågor med att hävda att det finns "omständigheter" som talar för att nettoeffekten på samhällsekonomin av en "stabil finanssektor" skulle vara positiv.<sup>70</sup> Dessa omständigheter beskrevs dock inte närmare, lika lite som de eventuella fördelningseffekterna av en "stabil" finanssektor.

## Tillbaka till nuläget

Vi är så tillbaka till nuläget där regeringen alltså föreslagit att, som Stefan Ingves vill beskriva det, "sälja brandbilen". De svenska bankerna, tillsammans också med Nordea som svensk megabank med filialer i de andra nordiska länderna, åtnjuter enligt internationella bedömare fortsatt starkt statligt stöd och det svenska finansiella systemet är enligt FSRs egna analyser "stort, sammanlänkat och utsatt för risker pga. den höga skuldsättningen hos hushållen" med banker "beroende av marknadsfinansiering, vilket tillsammans med lång utlåning och kort finansiering skapar likviditetskriser."<sup>71</sup> De makrotillsynsåtgärder som vidtagits i Sverige sedan den globala finanskrisen 2008/09 är ett krav på amortering av nytagna bolån i linje med vad som var praxis bland svenska banker redan innan det infördes, samt införande och höjning av det konjunkturskilda kapitalkravet. En lång rad av förslag som framförts av Riksbanken under denna period har inte förverkligats och än en ännu längre rad av tänkbara åtgärder har inte framförts som förslag överhuvudtaget.

Vi kommer i det som följer att sätta denna historia om makrotillsynen i Sverige i ett bredare och djupare perspektiv. Vilka krafter är det som verkar i och genom dessa myndigheter och folkvalda politiker och i och genom de förslag och analyser som framförs? Hur fungerar den ekonomi och det samhälle som dessa är satta att förvalta? Hur kommer det sig att ingen har lyft frågor om hur nuvarande och kommande generationer av skattebetalare ska få tillbaka de häpnadsväckande värden som överförts till banksektorn under perioden efter den globala finanskrisen genom den skattebetalargaranti som utställdes? Storleken på dessa värden antyds i figur 5 här nedanför, där vi redovisar resultatet för banker verksamma i Sverige under åren 1996 till 2016. Både *inför* den stora krisen och *efter* krisen ser vi kraftiga resultatuppgångar hos dessa företag som varken blivit anmärkningsvärt många fler, anställt särskilt många fler människor eller kommit med någon revolutionerande ny produkt. Den enda rimliga förklaringen till detta mönster med kraftig vinstökning är att dessa företags affärsverksamheter åtnjuter någon form av subvention som till stora delar förklarar deras omsättnings- och resultatökning.

Figur 5. Bankernas resultat, 1996-2016, miljarder kronor.



Bankernas vinster 1995-2016. Källa: Statistiska Centralbyrån (SCB).

» **TVÅ TREDJEDELAR  
AV BANKVINSTERNA  
UNDER ÅREN 1998-  
2014 SKULLE I SÅ  
FALL VARA EN INDI-  
REKT ÖVERFÖRING AV  
FÖRMÖGENHET FRÅN  
SKATTEBETALARNA  
TILL BANKERNA.**

Finansinspektionen har i en analys från april 2015 beräknat värdet av den insättningsgaranti som staten utställt till insättare i banker. I rapporten diskuteras olika metoder för att uppskatta värdet och en försiktig uppskattning landar på i genomsnitt 26 miljarder per år under perioden 1998–2014.<sup>72</sup> Under de 17 åren skulle alltså värdet av statens garanti till banker uppgå till 442 miljarder kronor. Detta belopp kan jämföras med de totala vinster som bankerna gjorde under perioden, vilka uppgick till 668 miljarder kronor. Två tredjedelar av bankvinsterna under åren 1998–2014 skulle i så fall vara en indirekt överföring av förmögenhet från skattebetalarna till bankerna. Vi kan därmed med visst eftertryck konstatera att den finansiella sektorn i Sverige har åtnjutit ett alldeles extraordinärt stöd från den svenska staten sedan krisen 1991–1993. Detta ger oss anledning att närma oss frågan om hur vi bäst ska förstå varför vi fick ett nytt policyområde kallat makrotillsyn i Sverige och internationellt.



## Kapitel 4

# Varför fick vi makrotillsyn i Europa och Sverige?

» VI ANTAR ATT FÖRSÖKET TILL REGLERING AV DET FINANSIELLA SYSTEMET EFTER KRISEN SKER I EN SOCIAL, EKONOMISK OCH POLITISK KONTEXT SOM ÄR I ÖKANDE UTSTRÄCKNING DOMINERAD AV JUST DET FINANSIELLA SYSTEMET SJÄLVT

Efter finanskrisen stod skapandet av regleringar som skulle förhindra att något liknande skulle återupprepas högst upp på den politiska agendan i Europa. Om vi ska analysera förutsättningarna för någon sådan reglering att lyckas med det uttalade målet så måste vi ta vår utgångspunkt i en förståelse för den sociala, ekonomiska och politiska omvandling som numera ofta betecknas som finansialisering. Detta innebär att vi antar att försöket till reglering av det finansiella systemet efter krisen sker i en social, ekonomisk och politisk kontext som är i ökande utsträckning dominerad av just det finansiella systemet självt och att det är där som kapital ackumuleras. Det är denna kontext som vi vill beskriva med begreppet finansialisering.

I en mycket gedigen genomgång av finansialiseringslitteraturen beskriver Natascha van der Zwan tre breda teman. Det första handlar om framväxten av en ny finansledd ackumuleringsregim. Det andra handlar om framväxten av "aktieägarvärde" som både diskurs och praktik i styrningen av företag världen över. Det tredje temat handlar om den ökande betydelse som allt "finansiellt" får i våra vardagsliv.<sup>73</sup> I van der Zwans analys delar ett stort antal forskare, trots skillnader i grad av abstraktion, forskningsmetoder och empiriskt underlag, uppfattningen av begreppet finansialisering som en sammanfattning av en omfattande strukturell omvandling i den samtida kapitalismen. Omvandlingen betraktas av forskarna inte som ett neutralt faktum, utan som problematiska sociala omständigheter vilka bör utsättas för granskning och ifrågsättande i en strävan efter alternativ. Ur denna omfattande litteratur växer bilden av en allt mer dominerande finansiell sfär fram, både inom och över nationella gränser. van der Zwan erbjuder följande användbara definitioner av begreppen:

Begreppet finans används här för att beskriva hushållens, företagens och regeringarnas förvaltning av pengar och andra tillgångar. Finanskapitalism eller finansiell kapitalism betecknar en form av kapitalism i vilken finans har blivit den dominerande funktionen i ekonomin och utsträcker sitt inflytande över andra områden i livet (tex sociala och politiska). Finansialisering hänvisar till det nät av sammankopplade processer – ekonomiska, politiska, sociala, teknologiska, kulturella, etc – genom vilka finansens har utbrett sitt inflytande utöver marknaden och in i andra domäner i det sociala livet. (Natascha van der Zwan 2014, s. 101, vår översättning)

van der Zwan ursäktar sig i sin artikel för att hon begränsat sig till västerländska samhällen och ekonomier. Det kan dock vara resultatet av hur forskningslitteraturen i sig ser ut och vi ska här argumentera för att inte heller förhållandena i väst är så väl utforskade som en skulle kunna tro. Finansialiseringen har studerats företrädesvis i USA och Storbritannien och även då många gånger utan en adekvat förståelse för den överstatliga kontext i vilken enskilda nationella ekonomier formas.

» VI BÖR ENLIGT  
DESSA FÖRFATTARE  
BETRAKTA FINANSIA-  
LISERINGEN SOM ETT  
PÅGÅENDE SVAR PÅ  
EN PÅGÅENDE KRIS  
I DEN ANGLO-AMERI-  
KANSKA EKONOMIN.

Geografen Shaun French med flera stryker i en annan litteraturoversikt under finansialiseringen som ett påtagligt "rumsligt" fenomen. Vi bör enligt dessa författare betrakta finansialiseringen som *ett pågående svar på en pågående kris* i den anglo-amerikanska ekonomin.<sup>74</sup> De menar att litteraturen, som de klassificerar på ett snarlikt sätt som van der Zwan, måste höja sig utöver en tendens att fokusera på en av tre nivåer; nationalstaten, företaget eller hushållet. De pekar ut ett antal forskningsarbeten, inte minst i geografin som disciplin, som har börjat kartlägga de transnationella, regionala och alltid också mycket lokala, nätverk och "ekosystem" som utgör den samtida finansialiserade kapitalismen. Författarna understryker länkarna mellan medelklassens förorter, nationella finanscentra och de globala kapitalmarknaderna.<sup>75</sup> Finansialiseringen, menar dessa forskare, är i dag ett globalt fenomen där finansiella värden och praktiker som typiskt sett utvecklas i kärnländerna i den globala politiska ekonomin sprids till och slår igenom i mer perifera ekonomier, inklusive i "utvecklingsländer".<sup>76</sup> All förståelse av finansialisering i västerländska samhällen och ekonomier måste kopplas till en analys av utvecklingen i den globala politiska ekonomin. Efter den globala finanskrisen så borde det egentligen vara uppenbart att finansialisering pågår i varierade mönster inom ramen för en global (och politisk) ekonomi.<sup>77</sup>

Även om alltså många bidrag till finansialiseringslitteraturen rör sig inom en "nationell container", så finns nyckelbidrag i den internationella politisk-ekonomiska litteraturen som förlägger finansialisering till en övergripande berättelse om världsläget just nu – finansialiseringen som ett moment i världens historia.<sup>78</sup> I denna historieskrivning framträder vanligen USA i huvudrollen i kraft av att vara världens supermakt sedan 1945. Forskare som Giovanni Arrighi, Robert Brenner, Gérard Duménil, Dominique Lévy och Martijn Konings pekar alla på den amerikanska tillverkningsindustrins internationella konkurrenskraft som en avgörande drivkraft bakom den politik som den federala amerikanska regeringen har fört, inte minst inom ramen för internationella organ för styrning av den globala ekonomin: internationella valutafonden (IMF), Världsbanken, och den internationella handelsorganisationen WTO.<sup>79</sup>

Kriserna i amerikansk konkurrenskraft har kommit slag i slag: som följd på etableringen av karteller mellan världens oljeproducenter, Tysklands och Japans återkomst som industriella, men inte militära supermakter, och mest nyligen Kinas återkomst både som ekonomisk och militär stormakt efter det bilaterala handelsavtalet länderna emellan. Amerikanska industriföretag har tvingats att försöka återskapa konkurrenskraft inte bara inom den mycket framgångsrika high-tech sektorn, utan också genom att förlägga alltmer av produktion utanför USA, samt söka lönsamhet genom försäljning av finansiella tjänster. Den amerikanske politiske ekonomen William Milberg tydliggör kopplingen mellan den USA-ledda "globaliseringen" och finansialiseringen.<sup>80</sup> Han fokuserar på hur amerikanska företag har förlagt det mesta av sin tidigare produktionskapacitet utomlands, företrädesvis i "världens fabrik" (Kina), med användning av sofistikerad informationsteknologi för att upprätta kontroll i de numera "globala värdekedjorna". Denna omvandling har reducerat investeringsnivån likväl som insats- och driftskostnader och möjliggjort fokus på utveckling av vissa nyckelaktiviteter högt upp i värdekedjan. Samtidigt som denna utveckling har belönats med höga

» **FINANSIALISERING-  
EN SOM SVAR PÅ FÖR-  
LORAD KONKURRENS-  
KRAFT HAR ALLTSÅ  
INNEBURIT KRAFT-  
FULLA FÖRLUSTER AV  
ARBETSTILLFÄLLEN  
I VÄSTEKONOMIER.**

aktieägarvärden (börsvärden) har den möjliggjort utbetalningar till aktieägarna genom såväl aktieåterköp som utdelningar. I de mest radikala fallen har denna omvandling inneburit att industriell produktion för lönsamhet har ersatts av finansiell tjänsteförmedling.<sup>81</sup>

Finansialiseringen som svar på förlorad konkurrenskraft har alltså inneburit kraftfulla förluster av arbetstillfällen i västekonomier. Hushållen har dock påverkats inte bara av detta, utan på en lång rad andra sätt. Flera författare har utforskat hur "vanligt folk" har kommit att dras in i finansmarknadernas processer och funktionssätt genom att låna till såväl investeringar som konsumtion och genom pensionssystem och individuell värdepappershandel. Sparandekvoterna har samtidigt fallit dramatiskt i finansialiserade ekonomier,<sup>82</sup> trots eller kanske på grund av regerings- och massmediakampanjer om vikten av finansiell vardagsaktivitet. Denna "finansens demokratisering" är förknippad med fallande ekonomiska omständigheter för många hushåll.<sup>83</sup> Välfärdsstatens skyddsnät har glesats ur och dess institutioner har gjorts om i syfte att exponera befolkningen för såväl kreditmarknad som aktiemarknad. Välfärden har gjorts mer avhängig avkastning på tillgångar och mer ojämlig.<sup>84</sup>

Den franske ekonomen Robert Boyer<sup>85</sup> var en av de som mycket tidigt förstod att val mellan sparande och konsumtion kommer att dominera vardagslivet. Finansialiseringslitteraturen är full av beskrivningar av hur den avkastningsberoende välfärden medför konsekvenser inte bara för välfärdsfördelningen, utan på människors hela levnadssätt och självuppfattning.<sup>86</sup> Längs komplexa vägar göds därmed finansialiseringen också underifrån, något som i sin tur tvingar fram institutioner som reglerar och styr de finansiella värdena, logikerna och praktikerna. Boyer pekade tidigt ut centralbanker som avgörande:

Penningpolitiken har inte längre som enda funktion att uppnå bästa möjliga policymix mellan tillväxt och inflation. Den internationella kapitalgemenskapens intensiva granskning och den betydande öppenheten för konkurrens ger låg inflation eller till och med en deflationsbenägen ekonomi i vilken centralbanken mycket lättare kan försvara prisstabiliteten. Dessa strukturella förändringar förlämnar centralbanken nya frihetsgrader likväl som de återkommande finansiella bubblorna ger centralbanken en ny roll: penningpolitiken ska nu ge guidning till de finansiella marknadernas utveckling. Dessa marknader ger sig lätt hän åt spekulation som centralbanken försöker tämja. Idealt sett är det finansmarknadernas stabilitet och inte längre prisstabilitet som är nyckelkriteriet för när ett fullt finansialiserat system har etablerat sin logik. (Robert Boyer, 2000, s. 120, vår översättning)

Men finansialiseringen har inte levererat enligt sina utställda löften. "Vanligt folk" finner ofta finansmarknaderna obegripliga, produkterna för komplexa, och saknar kapaciteten att beräkna och värderas som krävs för att placera pengar med framgång. Särskilt låginkomstgrupper lyckas dåligt.<sup>87</sup>

Många av de akademiska perspektiven före den globala finanskrisen såg på finansialiseringen av vardagslivet som något unikt för de angloamerikanska samhällena och ekonomierna, men det står numera helt klart för de flesta forskare på området att finansialiseringen har pågått både där och här. USA och Storbritannien var förvisso som "liberala marknadsekonomier" mycket fertil jordmån för finansialisering, men



**» DEN GLOBALA  
FINANSKRISEN 2007–  
2009 VAR I SJÄLVA  
VERKET EN KRIS FÖR  
DEN FINANSIALISE-  
RADE EKONOMIN,  
FÖRST OCH FRÄMST  
I AMERIKA MEN ÄVEN  
ETT LIKASINNAT  
STORBRIANNIEN ...”**

det hindrar inte att den fått fäste på andra platser. Om något så har den globala finanskrisen övertygat många om det nödvändiga i att studera hur specifika historiska omständigheter har format finansialiseringen utanför "kärnländerna" i termer av både möjliggörande och förhindrande institutioner. Hur och med vilken intensitet finansiella värden och praktiker sprids och internaliseras i vardagslivet är frågor som måste utforskas, till exempel när det gäller kampen om kontroll över de stora företagen, där det i allmänhet råder en spänning mellan lagar och andra institutioner i olika historiskt specifika (nationella) sammanhang.<sup>88</sup>

Kritiska röster har hörts som avfärdar hela idén att studera finansialisering. Det utsägs i denna kritik att finansialiseringslitteraturen bottenar i en begränsad förståelse för de kreditmarknadsprocesser som genererar den verklighet som observeras och tolkas.<sup>89</sup> Detta är en underskattning av finansialiseringsteoretikernas förståelse av de offentliga skuldernas grundläggande funktioner. Finansialiseringslitteraturen tycks överlag överens med Karl Marx<sup>90</sup> som vi tar oss friheten att citera utförligt på den här punkten. Offentlig skuldsättning, skriver han:

... förlämnar improduktiva pengar med skapandets kraft och förvandlar dem till kapital, utan att utsätta dem för problemen och riskerna förenade med dess användning i industri eller även i ocker. Statens kreditorer ger inte upp någonting, då den utlånade summan omvandlas till offentliga obligationer som lätt fungerar i deras händer precis så som reda kontanter hade gjort. Men därutöver, och helt skilt från den klass av lättjefulla rentier som därigenom skapas, den improviserade förmögenheten hos finansierarna som spelar mellanhandens roll mellan regeringen och nationen, skattebönderna, handelsmännen och manufakturerna, för vilka en god andel av varje nationellt lån fungerar som kapital fallet från himlen, skilt från alla dessa människor, ger statsskulden upphov till aktiebolag, till handel i värdepapper av alla de slag, och till spekulation: i ett ord, den har gett upphov till spelande på börsen och till den moderna bankokratin.

Det kan tyckas som språket är lite tungt i citatet här ovan, men Karl Marx beskriver här i grova drag hur cirkulerade skuldsedlar (krediter) möjliggör koncentration av förmögenhet till ett litet fåtal som belönas rikligt för sin finansiella praktik, medan andra får se sin välfärd stagnera eller till och med falla dramatiskt. Det är nu också tack vare en aldrig tidigare skådad skuldsättning i såväl USA som många europeiska länder som finansiella institutioner och finansiella arbetare har kunnat återkomma till goda tider efter finanskrisen. Vi delar alltså kritikerna Michells och Toporowskis huvudpoäng att alla studier av finansialisering måste överväga förhållandet mellan auktoritet och skuld. Mekaniserna som förmedlar mellan dessa två måste studeras på och mellan alla skalor, om vi vill förstå och försöka göra meningsfullt motstånd mot dem.

Den globala finanskrisen 2007–2009 var i själva verket en kris för den finansialiserade ekonomin, först och främst i Amerika men även ett likasinnat Storbritannien, i vilka tillväxten mer och mer har kommit att baseras på skuldbaserad konsumtion möjliggjord av extrem liberalisering och avreglering. I takt med detta har finansmarknadernas storlek och komplexitet vuxit markant med finansiella aktörer nu nära sammanlänkade i transaktioner, äganderelationer och riskexponering.<sup>91</sup>

Nyckeln till att förstå finansmarknadernas utveckling är praxis inom innovation enligt ett mönster som Engelen et al. kallar för "bricolage". Bricolage följer inte vetenskapens rationella logik utan improvisationens, vilket gör att traditionell reglering inte hindrar innovation utan endast förser den senare med ny input som marknaderna söker att nyttja med ny innovation.<sup>92</sup> Upprättandet av en "finansdominerad tillväxtregim"<sup>93</sup> i Europa har i långa stycken handlat om europeiska finansinstituts och marknaders integration i denna Anglo-Amerikanskt dominerade finansvärld och de europeiska ekonomiernas gradvisa anammande av dylik praxis.<sup>94</sup> I korthet, komplexiteten, integrationen och storleken av globala finansmarknader samt politikens och tillsynsmyndigheters oförmåga att tackla drivkraften i denna utveckling ledde till en kris i vilken ett fåtal institutioners svårigheter ledde till en global kris.<sup>95</sup> En i grunden felkonstruerad eurozon förstärkte chockvågorna av krisen i Europa. Det är dock långt ifrån någon slump att det är i den fragila Europeiska Unionen som krisens inverkan har syns tydligast.<sup>96</sup> Inom EU har krispolitiken inneburit både en kraftfull åtstramningspolitik och implementering av finansiella regleringar. Det senare har utgjort svar på häftig allmän kritik av finanssektorns excesser och inflytande över den demokratiska politiken.<sup>97</sup> Även om den ännu befinner sig i sin linda, är makrotillsyn det regleringsinitiativ som utgör det politiska systemets främsta svar på krisen.<sup>98</sup>

Makrotillsynen kompletterar den förutvarande mikrotillsynen av finanssektorn inriktad på risker för att enskilda aktörer i systemet hamnar på obestånd. Makrotillsynen sysslar med "systemiska risker" som byggs upp genom hur olika aktörer i systemet samverkar.<sup>99</sup> Enligt dessa sina förespråkare, varav många finns just på *Bank of International Settlements* (BIS), är huvudmålsättningen för makrotillsyn att motverka "procykliska" effekter i en real konjunkturuppgång från kreditexpansion, men också motsatta kontracykliska effekter i en konjunkturedgång.<sup>100</sup> Makrotillsyn, enligt dessa tillskyndare, är med andra ord det som traditionellt brukar beskrivas som (ekonomisk) "stabiliseringspolitik".

» VI SER ALLTSÅ PÅ  
MAKROTILLSYNNEN  
SOM EN STRATEGI  
FÖR ATT STABILISERA  
FINANSIALISERINGEN.

Trots, eller kanske på grund av, det finansiella systemets starka inflytande över politiken lyckades förespråkare inledningsvis att argumentera för att makrotillsyn skulle bedrivas på likartat sätt som penningpolitiken i stora delar av världen<sup>101</sup>, det vill säga att införandet av makrotillsyn skulle ske inom ramen för institutioner som befinner sig på armlängds avstånd från de kortsiktiga valcyklerna i den representativa demokratins politiska ekonomi.<sup>102</sup> Makrotillsynen, förutom dess mer radikala reformidéer, tacklar inte komplexitet, innovation och integration, och därmed inte i långa loppet finansmarknadernas storlek. Vi ser alltså på makrotillsynen som en strategi för att stabilisera finansialiseringen.<sup>103</sup>

## Makrotillsyn i Europeiska unionen

Myndigheterna har traditionellt ägnat sig åt vad som kallas för *mikrotillsyn* av de finansiella marknaderna. Banker, försäkringsbolag och andra finansiella företag har varit föremål för tillsyn i syfte att minska risken för att enskilda företag hamnar i finansiella trångmål på grund av bristande soliditet eller likviditet. Makrotillsyn däremot syftar till att minimera systemiska risker och därtill kopplade risker för den makro-

» **DET BÖR SÄGAS DIREKT ATT DE EFTER FINANSKRISEN OMEDELBARA OCH OPTIMISTISKA FÖRVÄNTNINGARNA PÅ EN VAD KARL POLANYI KALLADE EN "ÅTERINBÄDDNING" AV DET FINANSIELLA SYSTEMET I SAMHÄLLELIGA INSTITUTIONER HAR KOMMIT PÅ SKAM.**

ekonomiska utvecklingen genom att beakta hur finansmarknadernas aktörer är länkade till och påverkar varandra och den reala ekonomin av varor och tjänster. Även om målsättningarna och verktygen för makro- respektive mikrotillsyn är åtskilda i teorin, så är de sammanflätande och svåra att skilja åt i praktiken.<sup>104</sup> Många indikatorer och verktyg som används i makrotillsynen har sitt ursprung i mikrotillsyn, men har modifierats för att användas för makrotillsyn.

Det bör sägas direkt att de efter finanskrisen omedelbara och optimistiska förväntningarna på en vad Karl Polanyi kallade en "återinbäddning" av det finansiella systemet i samhälleliga institutioner har kommit på skam.<sup>105</sup> Trots att en räckta verktyg har tagits fram av internationella tillsynsorgan så har genomförandet av makrotillsyn varit långt ifrån genomgripande. På båda sidor av Atlanten har genomförandet varit på sin höjd ojämnt, för att inte säga ytligt. Detta bör leda till frågor om huruvida denna om- eller återreglering av finansmarknaderna kommer att kunna fungera som avsett. Som kontrast till den konsensus som länge rått om hur penningpolitik ska utformas så råder uthållig oenighet vad gäller de teoretiska idéer som ligger till grund för ambitionen att bedriva makrotillsyn av ekonomin.<sup>106</sup>

Trögheten och ojämnheten i hur makrotillsyn genomförs i praktiken har att göra med att verklighetsuppfattning, kunskapsteori och metodologi skiljer sig åt mellan traditionella och utmanande teorier om ekonomi. En nyckelskillnad är spänningen, för att inte säga icke-kompabiliteten, mellan å ena sidan idéer från forskare som Hyman Minsky om att finansiella marknader bär på en inneboende instabilitet och benägenhet till kris, och å andra sidan traditionella makroekonomiska modeller med rötter i nyklassisk eller Keynesiansk ortodoxi där det finansiella systemet analyseras endast i termer av externa chocker. Det har till exempel visat sig mycket utmanade för centralbanker djupt impregnerade i nykeynesiansk makroekonomisk skolbildning att inkorporera statens roll i finanssystemets funktionssätt i sina analysmodeller. Standardantagandena bakom dessa modeller, av typen dynamisk, stokastisk, allmän jämvikt, är att bubblor, krascher, konkurser och regleringseffekter inte påverkar "jämvikten". Motviljan från reglerande myndigheter som alltså har sin grund både i intellektuella trögheter och rädsla för kostnader att ta fram nya beslutsunderlag ger mäktiga lobbygrupper inom finanssektorn gott om spelrum att förhindra effektiv makrotillsyn.<sup>107</sup> Den institutionella motviljan möjliggör selektion bland den mångfald idéer till återreglering av finanssektorn som finns, något som sveper många former av makrotillsyn åt sidan, medan principerna om att justera olika mått för risk, så kallad riskvägning har kommit för att stanna. Dessa principer, som var helt centrala i den så kallade Baselkommitténs regelverk för banksektorn (och grund för regelverken Basel I och Basel II) har sedan länge kritiserats av icke-traditionella ekonomer för att vara konjunkturförstärkande och därmed precis tvärt emot det som en stabiliserande makrotillsyn bör ta som utgångspunkt. Den form av "makrotillsyn" som faktiskt kommit att bedrivas bör enligt vissa betraktare ses främst som en slags finanssektorns självreglering, förvisso via förment oberoende myndigheter.<sup>108</sup>

Den europeiska systemrisknämnden (ESRB) är det nya organ på EU-nivå förlagt till Europeiska centralbanken, som har fått uppdraget att samla analyser från hela unionens tillsynsmyndigheter och diverse



» **HÄR FÖRSTÅS MAKRO-  
TILLSYN SOM ETT  
POLICYOMRÅDE DÄR  
ÖKAD POLITISK KON-  
TROLL SKA ÅSTAD-  
KOMMAS GENOM  
ATT PLACERA DET  
HELA PÅ ARMLÄNGDS  
AVSTÅND FRÅN DE  
KORTA VALCYKLERNA  
I DEN REPRESENTA-  
TIVA DEMOKRATIN,  
ETT EXEMPEL BLAND  
MÅNGA ANDRA PÅ  
DEN POLITISKA STRA-  
TEGI SOM KALLATS  
"AVPOLITISERING".**

tekniska och vetenskapliga kommittéer för att skapa en bild av systemiska risker. Här förstås makrotillsyn som ett policyområde där ökad politisk kontroll ska åstadkommas genom att placera det hela på armlängds avstånd från de korta valcyklerna i den representativa demokratin, ett exempel bland många andra på den politiska strategi som kallats "avpolitisering".<sup>109</sup> Nu är det trots allt så att det mesta av den faktiska tillsynen är i händerna på nationella myndigheter, vilket skapar strukturella möjligheter till variation inom unionen. Möjligheterna till regleringskonkurrens länder och sub-sektorer emellan är stora och därmed är risken för ett ojämnt spelfält i Europa stor, något som i sin tur försvårar genomförande av effektiv tillsyn, enligt ESRB:s egna analyser.<sup>110</sup> Till detta kommer att förhållandena och arbetsfördelning inom och mellan tillsynsmyndigheter varierar inom unionen. I huvudfåran i den akademiska och policydiskursen saknas konsensus vad gäller optimal utformning av tillsynsmyndigheter, men det tillstår att makrotillsyn är politiskt laddat.<sup>111</sup> Av den anledningen argumenteras för att genomförandet av makrotillsyn, i likhet med penningpolitiken, i största möjliga utsträckning bör avpolitiserats.<sup>112</sup> I litteraturen om politisk ekonomi är det sedan länge väl underbyggt vad gäller centralbankernas oberoende från dagspolitiken<sup>113</sup> och i likhet med detta är makrotillsyn med nödvändighet också fördelningspolitik och därmed politiskt sprängstoff. Trots allt detta har den senaste uppgörelsen om regelverk för banksektorn internationellt, Basel III, inkorporerat en makrotillsynsdimension utöver mikrotillsynen, något som direkt påverkat europeiskt och nationellt policyskapande.

En viktig aspekt av makrotillsyn som policyområde är att dess fokus på systemiska förhållanden medför att den kommer i nära kontakt med och överlappar många andra policyområdet. Ett framträdande tema i de akademiska och policyorienterade samtalen om makrotillsyn har varit förhållandet mellan makrotillsyn, mikrotillsyn och penningpolitik. Det är inte bara så att målsättningar och verktyg för dessa olika områden är relaterade till varandra, de kan också vara direkt i konflikt med varandra. Till exempel kan ambitionen att moderera kredittillväxt och inflationsmål på två procent vara svåra att uppnå samtidigt i en miljö med låg ekonomisk tillväxt<sup>114</sup>, en utmaning som ytterligare försvåras där och när det råder strikta regler för hur stora offentliga underskott som får skapas (såsom i hela EU och i Sverige).

Alla de här frågeställningarna kring makrotillsyn i Europa är inte helt lätta att besvara i rådande europeiskt sammanhang. Det makroekonomiska ramverket i EU (inklusive de så kallade konvergensreglerna) förhindrar expansiv finanspolitik som skulle kunna stimulera efterfrågan och investeringar i rådande nedgångsklimat.<sup>115</sup> Hela ramverkets tendens att skapa deflation har förstärkts av de åtstramningar som följt efter de stora räddningspaketen till finanssektorn.<sup>116</sup> Den enda stimulanspolitik som återstår som möjlighet är genom Europeiska centralbankens penningpolitik. Dess nollräntepolitik och stödköp av obligationer till trots, så förhindrar denna penningpolitik på sin höjd en djupare recession i Europa, när nu banker runt om på kontinenten är fullt upptagna med att minska sin skuldsättningsgrad. Mot denna bakgrund har finanssektorns lobbyarbete också framgångsrikt förhållat införandet av nya regleringar.<sup>117</sup> Möjligheterna till utvärderingar av de kontracykliska aspekterna av makrotillsyn är klart begränsade eftersom hela den euro-

peiska ekonomin är djupt pressad.<sup>118</sup> Sverige skiljer här ut sig genom att befinna sig i något som ser ut som en konjunkturuppgång. Det är i ett fall som det svenska som makrotillsynens, och hela finansialiseringens politiska ekonomi blottläggs, i alla fall för den som blickar ut i världen med de teoretiska glasögon som behandlas något mer i detalj härnäst.



## Kapitel 5

# Regleringsteori som beskriver och förklarar verkligheten

Begreppet finansialisering används på tämligen bred front i dag och kristendenserna i den finansdominerade ekonomin erkänns bland många politiker och opinionsbildare.<sup>119</sup> Stora delar av litteraturen om internationell politisk ekonomi förblir dock enligt vårt synsätt begränsad i sin förståelse av dessa tendenser. Brittiska organisationsforskare som genomfört en översikt av litteraturen identifierar den ursprungliga franska teoretiska traditionen som kallas Regleringsskolan som bäst lämpad att teoretiskt förstå stabilitet, kris och förändring i kapitalismen.<sup>120</sup> Det är denna skolbildning som visar störst känslighet för hur skör kapitalackumuleringen är i en kapitalistiskt dominerad ekonomi, med "periodiska, systemiska kriser och förändring", samtidigt som teorin fångar och förstår de ögonblick av tillfällig stabilitet som råder däremellan då ekonomin och ackumuleringen av kapital inom den framstår mer eller mindre som rutinartad. Ekonomin är i sådana tillfälliga tillstånd "reglerad". Vi ska i detta kapitel utveckla några av de begrepp och idéer som regleringsskolan försett oss med för att förstå vårt samhälle och dess ekonomi.<sup>121</sup>

Regleringsskolan formulerar sina begrepp på ett retro- eller abduktivt sätt i sökandet efter förståelse för historiskt specifika former av kapitalism och för de sociala krafterna i varje samhälles antagonistiska och asymmetriska relationer. Allt inom ramen för en heterogen, motsägelsefull och krisbenägen transnationell kapitalism.<sup>122</sup>

De i England verksamma ekonomerna och samhällsteoretikerna Ngai-Ling Sum och Bob Jessop förklarar att regleringsskolan förstår marknadsekonomin som determinerad i den meningen att den styrs av två i dubbel bemärkelse tendentiella "lagbundenheter": *klasskamp* mellan arbetstagare och kapitalister och *konkurrens* mellan kapitalister. Dessa "lagbundenheter" är tendenser både i allmänhet (i världshistorien) men också inom varje specifik form av kapitalistiskt produktionssätt, som alltid är högst provisoriskt och under ständig förändring. Regleringsskolan förstår dessa lagar som med nödvändighet grundade i historiska och materiellt specifika omständigheter vad gäller hur utbytesrelationer generaliseras och hur socialt nödvändigt arbete skapas. Varje gång på historiskt unikt vis kräver dessa på många sätt destruktiva lagbundenheter att icke-ekonomiska former av mänsklig samexistens inkorporeras på nyskapande sätt i marknadsekonomin. Denna dynamik av destruktion av existerande samhällsformer och skapandet av nya förmedlas alltid av just klasskampen och konkurrensen kapitalister emellan.

Historiskt specifika mönster i hur dessa lagbundenheter uppträder kallas i regleringsteorin för "ackumulationsregimer". Begreppet åsyftar först och främst den "ekonomiska" dimensionen av kapitalets omvandlingar; hur mervärde (inkomst utan arbete) uppstår och fördelas i en viss form av kapitalism. Teorin analyserar sådana ackumulationsregimer i termer av hur tre "strukturella former" samverkar: lönearbetets organisering (olika aspekter av förhållandet mellan arbetet och kapital),

» DENNA DYNAMIK AV DESTRUKTION AV EXISTERANDE SAMHÄLLSFORMER OCH SKAPANDET AV NYA FÖRMEDELAS ALLTID AV JUST KLASSKAMPEN OCH KONKURRENSEN KAPITALISTER EMELLAN.

konkurrensen (marknadens organisering) och penningväsendet (den institutionaliserade ordningen för skapandet av ett universellt mått på ekonomiskt värde, pengar).<sup>123</sup> Ackumuleringsregimer kan analyseras i termer av hur dessa tre former samverkar och i första hand hur tonvikten i ekonomin därmed ligger på antingen "produktiv" eller "finansialiserad" ackumulation, i vilken grad investeringar kanaliseras till den producerande sektorn eller till den finansiella. Finansialiserad ackumulation förklaras växa fram ur antingen kredittillväxt och inflation eller stor skillnad mellan aktiva och passiva räntenivåer. I andra hand kan ekonomin analyseras i termer av dess grad av intensitet i mervärdesskapandet. I en "intensiv" ackumuleringsregim används varje resurs, inklusive arbete, på ett grannliga sätt, vilket medför produktivitetsökningar. I en "extensiv" regim ligger fokus på att öka den tillgängliga mängden insatsresurser. I tredje hand kan ackumuleringsregimer förstås som antingen "introverta", det vill säga begränsade till ett visst geografiskt territorium eller "extroverta", det vill säga orienterade över ett allt större geografiskt territorium.<sup>124</sup>

Finansialisering betecknar fenomen som upptar regleringsskolans företrädare i stigande grad alltsedan inledningen på den utdragna kris som drabbat den "fordistiska" ackumuleringsregimen sedan slutet av 1960-talet. Denna "fordistiska" regim, inom ramen för ett informellt amerikanskt imperium eller världsherravälde, var fokuserad på produktiv ackumulation med stöd i ett dollar-centrerat system av fasta växelkurser mellan de stora industrinationerna. En mycket bred litteratur använder begreppet finansialisering för att beteckna omvandlingen av just denna strukturella form i den samtida kapitalismen "i vilken det finansiella har blivit den dominerande funktionen i ekonomi och har utsträckt sitt inflytande över andra områden i livet (sociala och politiska)".<sup>125</sup>

Omvandlingen består varje gång i historiskt specifika genomföranden av en palett av sinsemellan besläktade policys. Några sådana policys kan möjligen bättre betecknas som nyliberala, till exempel sådant som gäller privatisering av tidigare offentligt ägd verksamhet eller egendom, flexibilisering av arbetsmarknaden, skattesänkningar (särskilt avseende förmögenheter och kapitalavkastning), offentligeconomisk disciplin och marknadisering av områden såsom utbildning och hälsovård. Andra reformer, såsom avreglering och liberalisering av den specifikt finansiella sektorn (valutaavreglering, kreditmarknadsliberalisering, och understödjande av nya finansiella marknader för fonder eller optioner), bolagsstyrning inriktad på skapande av aktieägarvärde, och specifika välfärdsreformer såsom fonderande pensionssystem kan med fördel ses som direkt finansialiserande. För regleringsteoretiker så innebär allt ovanstående att penningväsendet som strukturell form, förkroppsligat i finansiellt kapital och uttryckt i värderingsprocesser, dominerar och höjer sig över de två andra strukturella formerna: arbetets organisering och konkurrensen (på produktmarknaderna). Inom den framväxande Europeiska Unionen inleddes omvandlingen med att konkurrensens kom att dominera över arbetets organisering under en period av "nyliberal" omstrukturering, varefter mer direkt finansialisering gradvis skett.<sup>126</sup>

Trots den övergripande omvandlingen i de strukturella formernas inbördes hierarki, med penningväsendets överhöghet, och med implikationer på alla möjliga "skalor" för policyskapande och beslutsfattande

» **FINANSIALISERAD  
ACKUMULATION FÖR-  
KLARAS VÄXA FRAM  
UR ANTINGEN KRE-  
DITTILLVÄXT OCH IN-  
FLATION ELLER STOR  
SKILLNAD MELLAN  
AKTIVA OCH PASSIVA  
RÄNTENIVÅER.**

» ÄVEN OM KAPITAL-  
ACKUMULATIONEN  
ÄR I HÖGSTA GRAD  
TRANSNATIONELL  
ELLER TILL OCH MED  
"GLOBAL", FÖRBLIR  
NATIONALSTATEN  
EN HELT AVGÖRANDE  
ARENA DÄR KAPITAL-  
ACKUMULATIONEN  
LEGITIMERAS.

(från enskilda hushåll till överstatliga organ) så kvarstår en betydande variation, eller ojämnheter, i hur den finansialiserade ackumulationsregimen kommer till uttryck.<sup>127</sup> Detta beror till del på det institutionella sammanhang som tidigare skapats för att stabilisera eller rutinisera kapitalackumulationen. Regleringsskolan använder begreppet regleringsmodell för att beteckna de specifika institutionella lösningar som växer fram i en specifik social kontext och som reglerar de strukturella formernas samspel. De konkreta institutionella lösningarna formar ett ramverk inom vilket vardaglig ekonomisk praktik kan rutiniseras, normaliseras och återskapas. Även om kapitalackumulationen är i högsta grad transnationell eller till och med "global", förblir nationalstaten en helt avgörande arena där kapitalackumulationen legitimeras. Att utforma institutionella lösningar som underbygger ekonomisk, politisk och social stabilitet blir den enskilda statens huvudsakliga uppgift.<sup>128</sup>

Regleringsskolan använder begreppet "tillväxtmodell" för att beteckna historiskt specifika konstellationer av ackumuleringsregim och regleringsmodell. I en generaliserande och abstrakt analys teoretiseras idealtypiska "tillväxtregimer". Teoretiska och empiriska undersökningar av finansialisering har gett upphov till en räckvidd begrepp för att beteckna finansialiserade tillväxtregimer, undertyper och specifika tillväxtmodeller. Vi presenterar här endast ett begränsat antal sådana undersökningar.

Den världsledande nationalekonomen Robert Boyer modellerade i början av 2000-talet en "finansledd" tillväxtregim som ersättare för den svunna fordistiska tillväxtregimen. Boyers undersökningar baserade sig på utvecklingen i den amerikanska ekonomin under 1980- och 1990-talen. I denna nya modell dominerade ackumulation av kapital i den finansiella sektorn och finansiella normer spreds, inte minst normen för aktieägarvärde i styrningen av de stora amerikanska bolagen. Boyer identifierade förväntningar på hög avkastning på investeringar som centralt i den nya ackumuleringsregimen. Han skissade också på hur denna regim skulle kunna regleras genom medierande mekanismer såsom flexibilisering av arbetskraften, centralbankspolicy inriktad i mindre utsträckning på prisstabilitet, offentligekonomisk budgetdisciplin, finansmarknadsmedierade former av konkurrens (såsom fientliga övertagande av företag) och ett för finansiellt kapital vänligt skattesystem. Boyer förblev mycket skeptisk till uthålligheten i denna regleringsmodells hållbarhet och han förutskickade (helt korrekt skulle det visa sig) att nästa stora finansiella kris skulle utbryta i USA.<sup>129</sup>

Vad gäller Europa har Cédric Durand och Razmig Keutcheyan visat hur penningväsendet kommit att dominera den sociopolitiska logiken i den europeiska integrationsprocessen. Detta har varit centralt i att etablera en "finansdominerad" tillväxtregim och dess mönster av "ojämn och kombinerad" utveckling som vuxit fram i den europeiska ekonomin. Den europeiska regimen domineras, oaktat variation, inte bara av finansialisering utan av försvagningar av den arbetande klassen.<sup>130</sup> Nationalekonomen Eckhart Hein har visat att den fallande andelen av inkomsterna som tillfaller arbetarklassen i den "finansdominerade" europeiska ekonomin sammanfaller med en tendens till "vinster utan investeringar" och därmed till fallande produktivitetsutveckling utanför den finansiella sektorn. Många forskare urskiljer två undergrupper i den europeiska tillväxtmodellen: "nymerkantilistiska" och "skulddleda".<sup>131</sup> Med centrum i Tyskland kretsar den nymerkantilistiska model-

len kring export och produktivitetsökning genom lönestagnation, samt outsourcing till östra Europa. Den skulddledda subtypen kretsar kring skulddriven konsumtion, tillgångsprisökningar och (modesta) löneökningar. Subtypen är etablerad i eurozonens periferi (Grekland, Irland, Italien, Portugal och Spanien) likväl som i östeuropeiska länder utanför euroområdet. Långt före eurokrisen bestod lejonparten av importen till dessa länder av varor från de exportorienterade och statsfinansiellt konservativa "nymerkanstilstiska" kärnländerna (Tyskland, Holland) och finansierad av kärnländernas banker inom ramen för eurozonens finansiella arkitektur under den tyska centralbankens fasta styrning.

Den brittiska ackumuleringsregimen är även den skulddledd. Här kretsar ackumulationen, åtminstone fram till den stora finansiella krisen, runt London som globalt finansiellt centrum och pundets position som internationellt gångbar valuta, vilket ger Storbritannien en grad av autonomi i förhållande till euroområdet samtidigt som landet haft möjlighet att påverka den europeiska finansiella integrationen. Möjligen med undantag för just *Bank of England*, så är europeiska centralbanker kraftigt påverkade av vilka policies som fastställs av den Europeiska Centralbanken (ECB).<sup>132</sup>

Varje finansialiserad tillväxtregim, subtyp och tillväxtmodell bär på sina specifika kristendenser. Dessa kristendenser kan vara exogent eller endogent drivna och de kan komma till uttryck på "hemmaplan" eller förskjutas och få sina uttryck på "bortaplan". Kristendenserna kan också variera med avseende på om de kommer till uttryck inom ackumuleringsregimen eller inom regleringsmodellen.

I sina analyser av vad som skett i kölvattning av euroområdets kris, har regleringsteoretiker utforskat kristendenserna i såväl den skulddledda som den nymerkantilistiska subtypen. Kriser i skulddledda ekonomier tenderar att leda till inhemsk finansiell kris följt av socioekonomisk kris under själva krishanteringen. Kris i den nymerkantilistiska ekonomin tenderar att leda till externalisering av den finansiella krisen till "bortaplan" och en utdragen, smygande inhemsk socioekonomisk kris.<sup>133</sup> De svenska regleringsteoretikerna Erik Bengtsson och Magnus Ryner ger en övergripande gestaltning av summan av dessa kristendenser och fokuserar direkt på den fallande andelen av inkomsterna som tillfaller arbetarklassen i Europa, samt på vad detta kan tänkas ha för implikation för försvagad produktivitetsutvecklingen i ekonomin. Dessa författare pekar också på betydelsen av att djupare förstå hur och i vilken grad arbetarklassens intressen kommer till uttryck som kollektiv politisk handling, något som vi adresserar mot slutet av denna skrift.

Så långt om den förståelseram och begreppsapparat som reglerings-skolan utvecklat och som vi skall använda oss av i en förståelse av i vilken grad den svenska ekonomin och samhället befinner sig i kris eller i reglering på nationell nivå, alltjämt med staten som nyckelorganisation för legitimering och stabilisering av den politiska ekonomin.

» **VARJE FINANSIALISERAD TILLVÄXT-REGIM, SUBTYP OCH TILLVÄXTMODELL BÄR PÅ SINA SPECIFIKA KRISTENDENSER.**

## Kapitel 6

# Finansialiseringen av Sverige

» DEN SVENSKA VARIANTEN AV DENNA TILLVÄXTREGIM HAR DOCK ÄNNU INTE FRÄMST HÄMMAT DEN INDUSTRIELLA UTVECKLINGEN, UTAN HITTILLS KRAFTFULLT KOMMIT TILL UTTRYCK I EN MODELL AV "VINSTER UTAN INVESTERINGAR I BOSTÄDER".

Sverige kan tyckas ha klarat av den globala finanskrisen tämligen väl, ha lärt sig läxor från bankkrisen 1991–1993 vad gäller krishantering och därigenom åstadkommit relativt hög tillväxttakt, förutom den kraftiga nedgången år 2009. I viss jämförande litteratur beskrivs ett Sverige som har moderniserats på ett framgångsrikt sätt och man talar om en ny "svensk modell".<sup>134</sup> Vi menar att mycket av denna litteratur ger en alltför positiv bild av den svenska ekonomin och att detta härrör från en tendens att inte se eller ens kunna se den långsiktiga inverkan som finansialiseringen av Sverige har. Det är onekligen sant att den svenska tillväxtmodellen genererade hög produktivitetstillväxt och stora företagsvinster under det sena 1990-talet och början av 2000-talet. Numera hemsöks dock ekonomin av växande spänningar då den nyliberala globaliseringen och finansialiseringen undergräver konkurrenskraften.

Under andra halvan av 2000-talet och under 2010-talet har produktivitetstillväxten varit svag och lönsamheten i exportsektorn sjunkit<sup>135</sup>, medan lönsamheten i finanssektorn, som vi sett tidigare, har skjutit i höjden. Den makroekonomiska balansen hänger alltmer på hushållens konsumtion som understöds av stigande tillgångspriser och den sammanlänkade stigande skuldsättningen och ekonomiska ojämlikheten.<sup>136</sup> Vi menar att den svenska tillväxtmodellen i rask takt kommit att bli en *finansledd* sådan, en "svensk modell" som skiljer sig avgrundsdjupt från den omtalade svenska modellen från 1960-talet med dess tonvikt på strukturomvandlande statlig investeringspolitik, exportledd tillväxt, centraliserad lönebildning och full sysselsättning som överordnat mål för den ekonomiska politiken, i kombination med en generös och generell välfärdsstat.

Övergivandet av investeringspolitiken, tillsammans med den förda konservativa penningpolitiken och aktieägarvärdesorientering i bolagsstyrningen har försvagat de ledande exportföretagens konkurrenskraft. Detta har endast till en del kunnat motverkas av en fallande real löneandel av inkomsterna (särskilt när hänsyn tas till tillgångspriserna). Samtidigt ansamlas betydande vinster i den finansiella sektorn som sysselsätter sig mer med att omfördela än att skapa ekonomiska värden, såsom implicerat i ekonomen Eckhard Heins formulering "vinster utan investeringar". Den svenska varianten av denna tillväxtregim har dock ännu inte främst hämmat den industriella utvecklingen, utan hittills kraftfullt kommit till uttryck i en modell av "vinster utan investeringar i bostäder". Investeringarna i bostäder har varit synnerligen låga i Sverige under två decennier i närtid. Det är dessa långvariga trender som nu kommer till uttryck som stigande spänningar i tillväxtmodellen. Till skillnad från den (lika) finansledda amerikanska ekonomin, där staten kan dra fördel av sin position som informellt imperium för att hantera sina obalanser<sup>137</sup>, så är det lilla Sverige oförmöget att komma till rätta med sina strukturella motsättningar. Vi har av allt att döma (ännu) en finansiell kris under uppsegling.

» **VISST HAR VI SETT  
NOMINELLA LÖNE-  
ÖKNINGAR I SVERIGE,  
MEN DEN REALA KON-  
SUMPTIONSKRAFTEN  
FÖR MÅNGA LÖNTA-  
GARE HAR SJUNKIT  
DRASTISKT I TAKT  
MED VÄLFÄRDSÅT-  
STRAMNINGAR OCH  
STIGANDE BOSTADS-  
PRISER, TILLFÄLLIGT  
OCH TROLIGEN ILLU-  
SORISKT KOMPENSE-  
RAT GENOM TILLGÅNG  
TILL BILLIGA KREDITER.**

De flesta akademiska studier av den svenska politiska ekonomin är för optimistiska vad gäller fördelarna med och hållbarheten i den reformerade svenska modellen, vilken kanske inte har utvecklats i någon väsentlig mening utan snarare trasats sönder till oigenkännlighet. Den överdrivna optimismen härrör från ett förbiseende: den långtgående finansialiseringen och dess genomgripande effekter. Därigenom underhålls en idealiserad föreställning om det svenska samhället och dess ekonomi, både inom och utanför landet.

Författare som Andreas Bergh och Sven Steinmo avfärdar finansialiseringens betydelse i omvandlingen av den svenska ekonomin och hylar den svenska modellens anpassningsbarhet i relationen till den globaliserade ekonomin.<sup>138</sup> Mer nyanserade författare som Jonas Pontusson och Lucio Baccaro är också benägna att förbise finansialiseringen, med kanske för att deras empiriska data inte stäcker sig längre än fram till den globala finanskrisen, det vill säga just då finansialiseringen av Sverige tar ny fart. Dessa författare som inspireras av nationalekonomiska teoretiker som John Maynard Keynes och Michael Kalecki borde inte ha problem med att se betydelsen av det finansiella systemet även i fallet Sverige.<sup>139</sup> Men nu drar de slutsatsen att Sverige på ett framgångsrikt sätt, och med en påstått konstant löneandel, funnit en medelväg mellan den kredittillväxtbaserade, konsumtionsledda brittiska modellen och den exportledda tyska modellen.<sup>140</sup> Vi hävdar i stället att Sverige i stigande grad liknar den brittiska tillväxtmodellen, till stor del på grund av processer som härrör ur finansialiseringen, men givetvis med stora skillnader; London förblir ett globalt finanscentrum och Sverige har alltjämt sina exceptionella energi- och råvarutillgångar.

En någorlunda stabil löneandel såsom konventionellt definierad är inte så oväntat givet den höga (men sjunkande) graden av facklig organisering och den alltjämt relativt centraliserade lönebildningen i Sverige. Dessa ovan nämnda makroanalyser tar dock endast ofullständig hänsyn till hushållens stigande skuldsättning och tar *ingen* hänsyn till hur välfärdssystemens förändring slår mot hushållens reala konsumtionskraft, lika lite som de tar hänsyn till tillgångsprisernas betydelse för densamma eller för kreditmarknadsavregleringarnas effekter i den finansialiserade ekonomin.<sup>141</sup> Visst har vi sett nominella löneökningar i Sverige, men den reala konsumtionskraften för många löntagare har sjunkit drastiskt i takt med välfärdsåstramningar och stigande bostadspriser, tillfälligt och troligen illusoriskt kompenserat genom tillgång till billiga krediter.<sup>142</sup> Frågan är: hur hamnade vi där?

## Den finansdominerade svenska tillväxtmodellen

Med hjälp av en större mängd forskningsarbeten och beskrivande statistik ska vi nu visa hur den genomgripande omvandlingsprocess som vi kallar finansialiseringen av Sverige gått till. Vi visar hur en finansdominerad tillväxtmodell etablerats i den svenska ekonomin. I likhet med nästan alla andra länders ekonomier är den svenska ekonomin numera profitdriven snarare än löneledd. Med andra ord: även den svenska ekonomin fungerar i väsentlig utsträckning enligt samma principer som den viktorianska kapitalistiska ekonomin som Karl Marx studerade i tre volymer under rubriken *Kapitalet*, dvs som en kapitalistisk ekonomi före den allmänna rösträttens genomförande. Utöver det framstår den



svenska ekonomin som i allt högre grad skulddedd och med inslag av tillgångsbaserad konsumtion, vilket sammanfaller med den finansiella sektorns expansion och stora betydelse för tillväxten och vinstgenereringen. Produktivitetens utvecklingen i exportsektorn har däremot avstannat.

## Nyliberal omstrukturering

Under perioden 1998–2007 var Sverige ett land med låg inflation och hög produktivitetstillväxt jämfört med andra högkonsumerande industrinationer. Konsumentprisinflationen låg under genomsnittet i OECD och euroområdet. Sverige blev som en konsekvens av det något av den globala finansmarknadens älskling.<sup>143</sup> Den ekonomiska tillväxten var stark, om än också volatil. Arbetslösheten däremot var konstant relativt hög. Mätvärdena på de här utvärderingskriterierna kan alla kopplas till den "nyliberala" omstrukturering som skedde i Sverige under 1980- och 1990-talen och som resulterade i en variant av det regleringsskolan kallar den nymerkantilistiska subtypen av den (europeiska) finansdominerade tillväxtregimen.

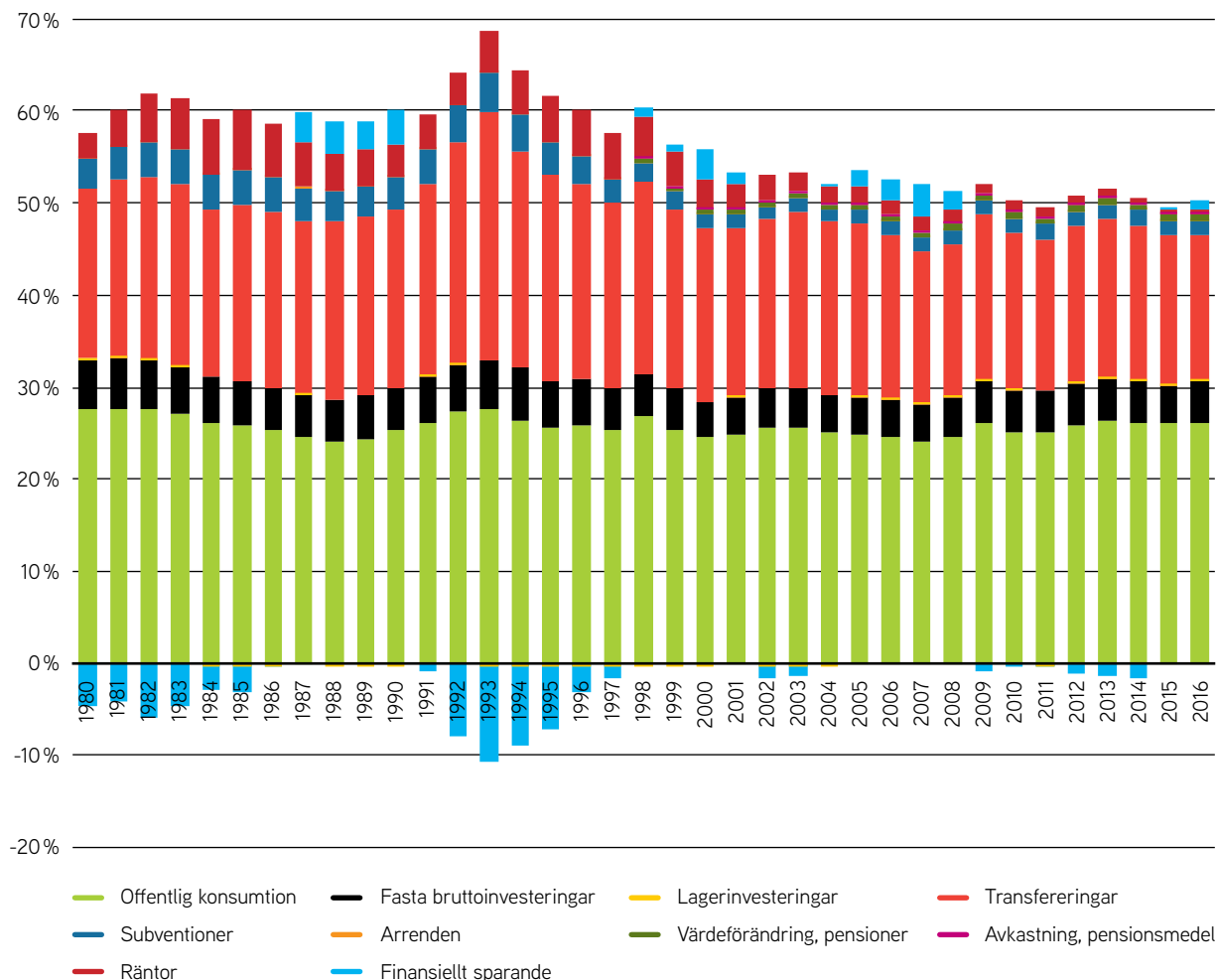
Den gamla svenska modellen, med lönearbetets organisering i toppen av de strukturella formernas hierarki, konkurrensen återhållen av monopolistisk reglering och finansmarknaderna under sträng politisk kontroll, kretsade kring exportdriven tillväxt, nationell centraliserad lönebildning, rationaliserande korporativ investeringspolitik och omfördelning inom ramen för en generös välfärdsstat. Denna svenska modell befann sig i kris under slutet av 1960- och 1970-talen och i kölvattnet av denna kris genomfördes en lång rad genomgripande reformer av regeringarna under 1980- och 1990-talen. Dessa reformer, som till väsentlig del var kopplade till inträdet i den Europeiska Unionen, var också som vi ska se starkt bidragande till finansialiseringen av Sverige. Kapitalkontroll och kreditreglering avskaffades under 1980-talet. Det tidiga 1990-talet innebar en flytande växelkurs, etablering av en från politiken i hög grad oberoende centralbank, betydande förändringar i skattesystemet, samt införandet av mycket restriktiva regelverk för de offentliga finanserna i såväl stat som kommuner. Till detta lades toppstyrda budgetprocesser, en genomgripande pensionsreform, samt förändringar i systemen för stöd vid arbetslöshet och sjukdom.<sup>144</sup> Det kan tyckas som att tempot i denna nyliberala omstrukturering av Sverige har avstannat under 2000-talet, men internationellt tämligen extrema nyliberala experiment med marknadisering av äldreomsorg, primärvård och utbildningssystem har varit betydande.<sup>145</sup> Mycket pekar på att väsentliga delar också av den svenska arbetarrörelsens elit kommit att omfamna nyliberala idéer bland annat om demokratins tillkortakommanden och den finansiella marknadens förträfflighet, även om det mesta också går att tolka som en strategisk reträtt efter förluster av en tidigare starkare maktposition i förhållande till kapitalägarnas intresseorganisationer och politiska partier.<sup>146</sup>

Det samlade resultatet av alla dessa reformer har varit en kraftig minskning av de offentliga utgifternas andel av BNP, från 56 procent 1990 till 49 procent år 2016. Jämfört med 1980- och 1990-talen då den offentliga sektorn utgifter pendlade runt 60 procent av BNP så innebär detta att den offentliga sektorn bantats mer i Sverige än i något annat OECD-land under de senaste decennierna. Från toppen på 67 procent

» MYCKET PEKAR  
PÅ ATT VÄSENTLIGA  
DELAR OCKSÅ AV DEN  
SVENSKA ARBETAR-  
RÖRELSENS ELIT KOM-  
MIT ATT OMFAMNA  
NYLIBERALA IDÉER  
BLAND ANNAT OM  
DEMOKRATINS TILL-  
KORTAKOMMANDEN  
OCH DEN FINAN-  
SIELLA MARKNADENS  
FÖRTRÄFFLIGHET

under hanteringen av bankkrisen 1991–1993 till 2007 års bottennotering på 48 procent är fallet direkt häpnadsväckande. I figur 6 kan vi följa utvecklingen.

Figur 6. Den offentliga sektorns utgifter som andel av BNP, 1980–2016.



Den offentliga sektorns utgifter, 1981–2016. Källa: Statistiska Centralbyrån (SCB).

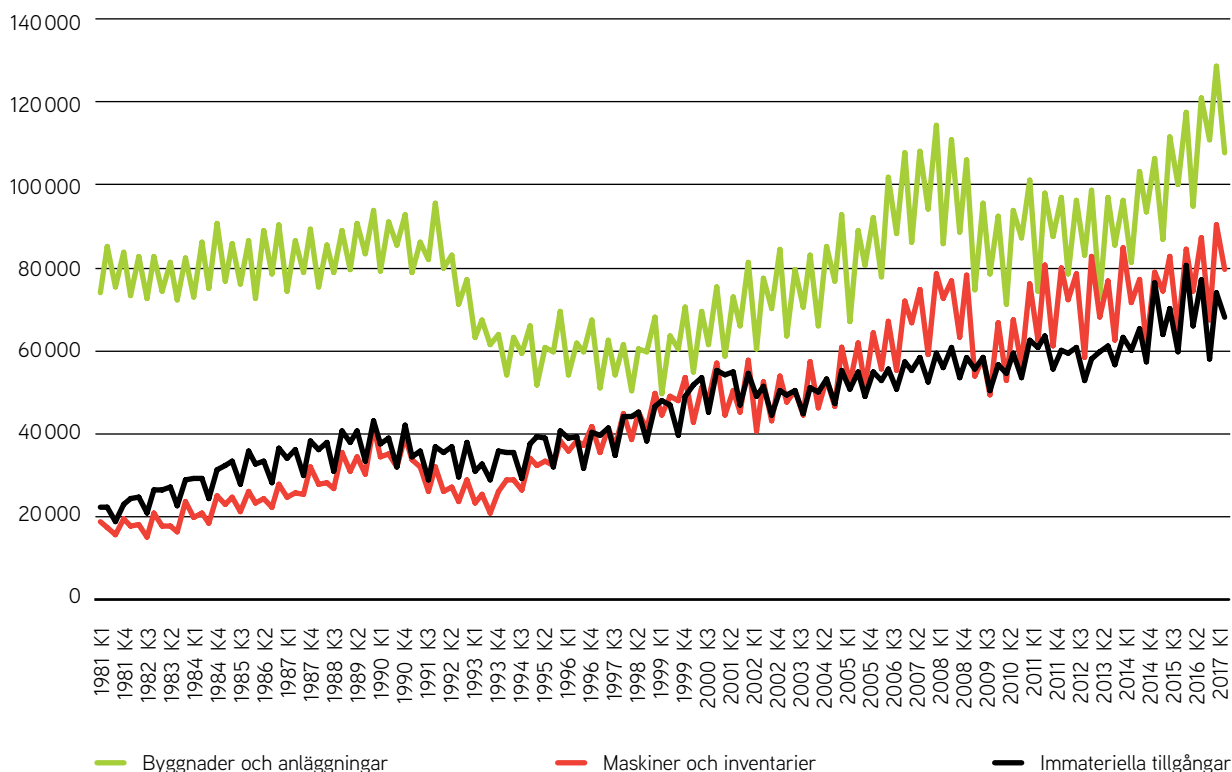
Den höga produktivitetstillväxt som modellen levererade från slutet av 1990-talet och även en tid efter den globala finanskrisen har föranlett vissa författare att hylla en "ny", moderniserad och mer öppen "svensk modell".<sup>147</sup> Statsvetaren Gerhard Schnyder pekar här på det stora inflödet av kapital till Sverige och på framväxten av alternativa investeringsfonder såsom "private equity" och "venture capital" och dess betydelse för den relativt snabba industriella omvandling som skett i riktning mot mer av högteknologisk tillverkning. Här är det viktigt att peka på att denna typ av analys bortser från de stora utflöden av kapital från Sverige som pågått samtidigt, från pensionsfonder, försäkringsbolag och banker. Under samma period har de svenska storbankerna kommit att omvandlas till "bolånebanker" det vill säga allt mindre inriktade på att finansiera svenska icke-finansiella företag. Nationalekonomen Lennart Erixon förklarar den relativt goda tillväxten under 1990- och 2000-talet med en svag krona, en mycket konkurrenskraftig gruv- och materialutvinningssektor och långsiktigt uppbyggda kompetenser och



organisationskapital bland annat inom och kring telekombolaget och exportgiganten Ericsson.<sup>148</sup> Vi ska också hålla i minnet att de alternativa investeringsfonderna gjort betydande inbrytningar också i de lågproduktiva hälsovårds- och utbildningssektorerna. Det kan mycket väl vara så att den övervägande effekten av dessa nya investeringsformer i en ekonomi med fallande lönsamhet och produktivitet blir att försöka ”köpa billigt och sälja dyrt” på tämligen kort sikt.<sup>149</sup>

I en djupare mening och mer i linje med ett regleringsteoretiskt synsätt pekar ekonomerna Luis Buendía och Enrique Palazuelos ut fastighets- och bankkrisen 1991–1993 som den verkliga brytpunkten då en ny ackumuleringsregim ersatte den gamla svenska modellen med dess symbiotiska förhållande mellan ekonomisk tillväxt och välfärdsstat.<sup>150</sup> Vad alla dessa olika bidrag till forskningen visar är aspekter av den nyliberala omstruktureringen av det svenska samhället och dess ekonomi. De visar de sätt på vilka lönearbetets organisering har underordnats konkurrensens princip och hur staten har trimmats ned, men de ger inte en välteknad bild av de nyckelprocesser och den nya tillväxtmodell som dessa omvandlingar inneburit och gett upphov till. När vi studerar reala investeringsflöden i den svenska ekonomin under de senaste decennierna ser vi att investeringar i direkt produktivt kapital har gjorts i tämligen jämn takt, medan investeringar i mer indirekt produktiva bostäder och andra byggnader kollapsade under krisen 1991–1993, för att sedan endast mycket långsamt öka, något som pekar mot en motsägelsefull utveckling (se figur 7).

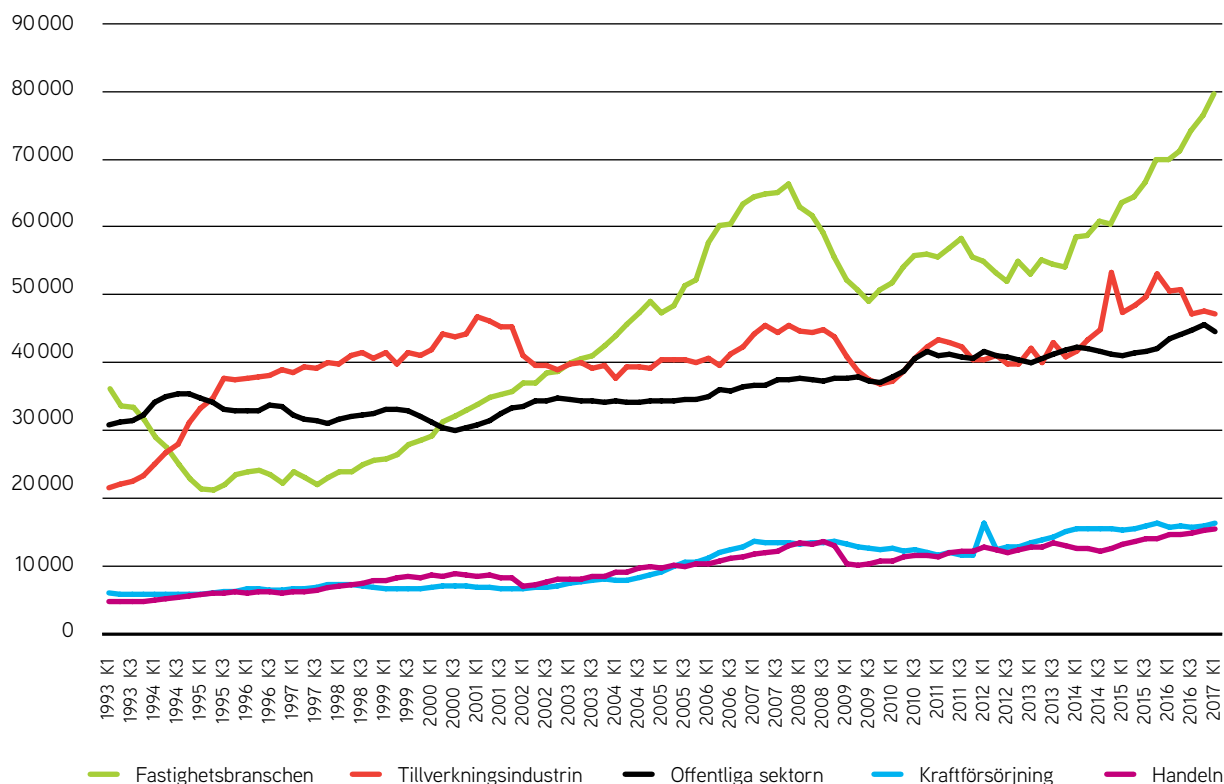
**Figur 7. Fasta bruttoinvesteringar, fasta priser, referensår 2016, efter investeringstyp och kvartal, miljoner kronor, 1981–2017.**



Fasta bruttoinvesteringar efter investeringstyp, 1981–2017. Källa: Statistiska Centralbyrån (SCB).

I figur 8 ser vi förvisso att fastighetsbranschen är den sektor av ekonomin där det investeras mest och dessutom där ökningstakten är störst allt sedan 1997.

**Figur 8. Fasta bruttoinvesteringar efter näringsgren, säsongrensade kvartalsdata, fasta priser referensår 2016, miljoner kronor, 1993–2017.**



Fasta bruttoinvesteringar per näringsgren, 1991–2017. Källa: Statistiska Centralbyrån (SCB).

Hur ska detta förstås? Ur regleringsteoretisk synvinkel måste vi beakta att under det nya årtusendet har produktivitets- och vinststillväxten i exportsektorns varit förhållandevis svag, medan skuldsättningen och ojämlikheten har vuxit snabbt.<sup>151</sup> Vi menar att detta tillsammans pekar på att investeringsmedel i stället har kanaliserats till den mer lönsamma, men mindre produktiva, fastighetsbranschen och detta genom det mycket lönsamma banksystemets försorg. I ett enda ord: finansialiseringen.

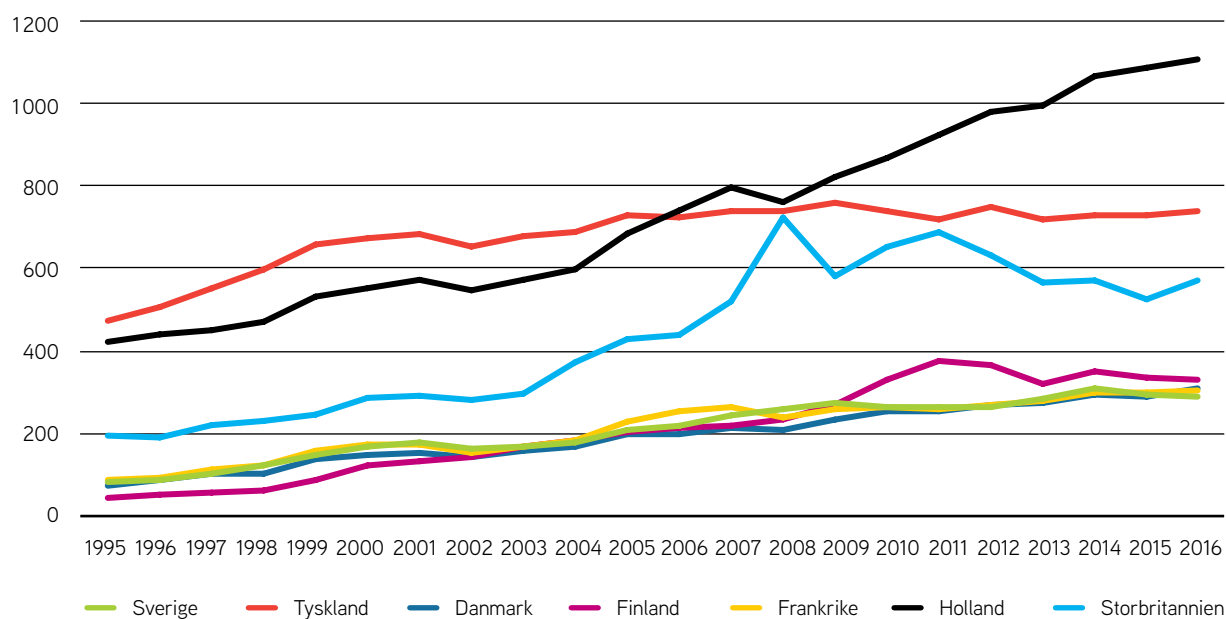
## Finansialisering: finanssektorns växande betydelse

Tillväxt i finanssektorn är i sig en nyckelindikator för finansialisering.<sup>152</sup> Hur ser det då ut i Sverige? Sverige har på kort tid kommit att bli ett skatteparadis för kapitalägare och kapitalförvaltare, något som lockat stora inflöden av kapital till landet.<sup>153</sup> Kapitalinfödet stimuleras av generösa skatteavdrag för höginkomsttagare såsom medarbetare i investeringsfonder eller ledande revisorer, låg skatt på företagsvinster, nästan eller helt avskaffade kapitalskatter, gåvoskatt samt arvsskatt. Men kanske ändå mest centralt är den generella garanti som politiken har utställt till banker och som inneburit en gigantisk förmögenhetsöverföring från skattebetalarkollektivet till bankerna. Här finns uppenbara paralleller

till den anglo-amerikanska utvecklingen, om än med viss tidsfördröjning. Stockholm har utvecklats till ett regionalt finansiellt centrum. Skapandet av "finansplats Stockholm" var en uttalad ambition hos regeringar från båda sidor om "blockgränsen" sedan mitten av 1990-talet. Sveriges fyra stora banker Nordea, Swedbank, SEB och Handelsbanken dominerar nu banksektorn i de baltiska länderna och har betydande verksamheter i hela Norden, Storbritannien och Tyskland. Cirka 40 procent av svenska bankers tillgångar finns utanför Sverige.<sup>154</sup>

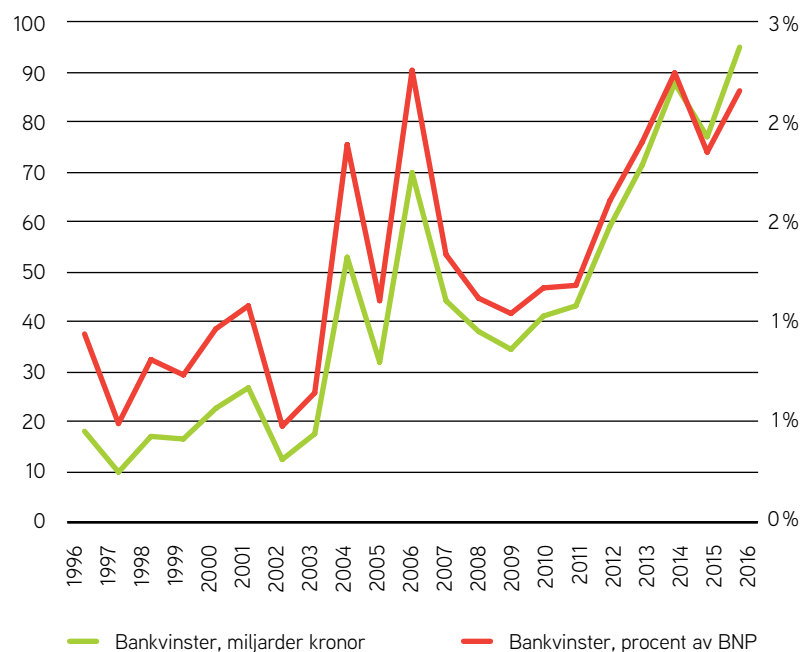
Den svenska finansiella sektorn stod 2016 för ca 4 procent av förädlingsvärdet ("value added") i den svenska ekonomin, men endast 1,8 procent av antalet arbetade timmar.<sup>155</sup> Likväl så har balansräkningen för finanssystemet och i synnerhet bankerna vuxit explosionsartat (se figur 9). Enligt de analyser som Riksbanken presenterar halvårsvis i sin rapport om den finansiella stabiliteten är den svenska banksektorn endast obetydligt mindre i förhållande till BNP än motsvarande schweiziska och nederländska och jämbördigt med det brittiska. Svenska bankers tillgångar uppgick till 4 gånger BNP vid utgången av 2016.<sup>156</sup> Till detta kommer att lönsamheten i den svenska finansiella sektorn har ökat mycket påtagligt (se figur 10). Jämfört med den icke-finansiella sektorn så har finanssektorn alltsedan krisåret 1993 då bankerna gick med förluster stadigt ökat sin lönsamhet och på ett iögonfallande sätt sin andel av de disponibla inkomsterna i ekonomin (se figur 11). Under perioden 2005–2014 genererade svenska finansiella företag större disponibel nettoinkomst än alla icke-finansiella företag i den svenska ekonomin. Som jämförelse kan nämnas att motsvarande andel var 48 procent i Tyskland, 47 procent i Storbritannien och 32 procent i Nederländerna.<sup>157</sup>

Figur 9. Konsoliderade finansiella tillgångar som procent av BNP, 1995-2016.



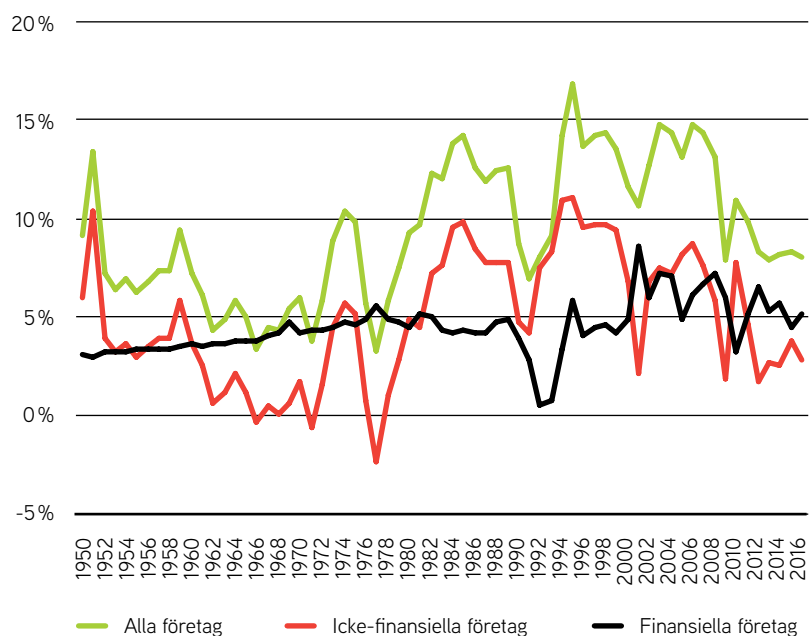
Finansiella tillgångar i förhållande till landets ekonomi. Källa: Eurostat.

**Figur 10. Svenska bankers vinster i miljarder kronor (vänster skala) och som andel av BNP (höger skala), 1996–2016.**



Svenska bankers vinster. Källa: Statistiska Centralbyrån (SCB).

**Figur 11. Företagens andel av disponibel nettointkomst i Sverige, 1950–2016, årsdata.**



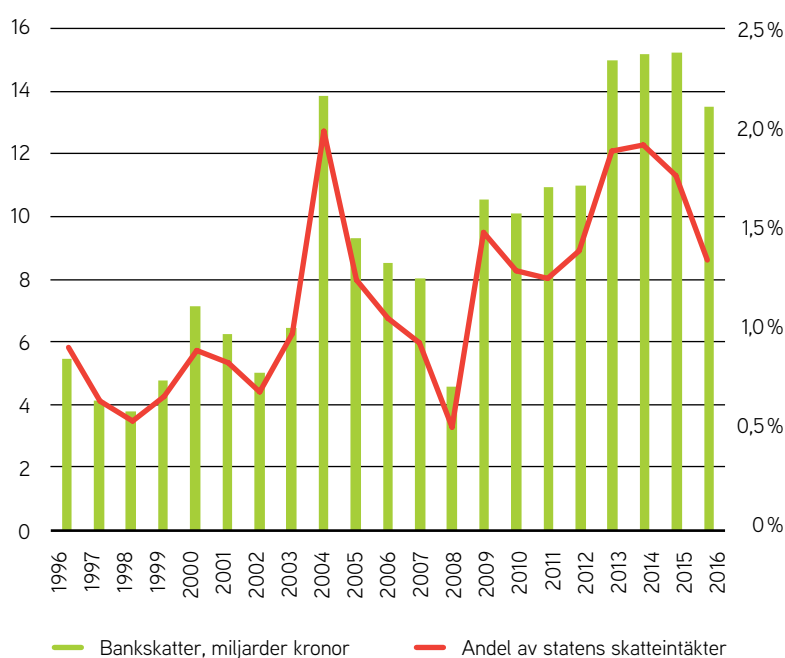
Sektorandelar i den svenska ekonomin. Källa: Statistiska Centralbyrån (SCB).

Dessa data visar tydligt att finansföretagen och däribland bankerna åtnjuter en väldigt viktig och stärkt position i ekonomin och att de gör stora vinster. Den här utvecklingen är alltså kraftfullt underbyggd av den generösa och omfattande subvention som de fyra storbankerna åtnjuter, företrädesvis i form av en garanti mot konkurs. Denna sub-

vention som uppträder som lägre finansieringskostnad för bankerna, allt annat lika, har av Finansinspektionen värderats till i genomsnitt 26 miljarder kronor under åren 1998–2014.<sup>158</sup> Totalt innebär det en subvention från skattebetalarna till bankerna på 442 miljarder kronor under perioden, som kan jämföras med bankernas samlade vinster på 668 miljarder kronor.<sup>159</sup> Vi kan med andra ord konstatera att skattebetalarna stått för två tredjedelar av alla bankvinster under åren 1998–2014. Vi vill därmed slå fast en gång för alla att den finansiella sektorn i Sverige har åtnjutit extraordinärt statligt stöd under hela perioden efter krisen 1991–1993 och att detta är den kanske allra mest iögonenfallande i den svenska samhällsutvecklingen i stort under denna period.

Den finansiella sektorns expansion har förvisso också medfört ökande skatteintäkter från företrädesvis bankverksamhet. Den totala summan inbetalade skatter från banksektorn under perioden 1998–2015 uppgår till 165 miljarder kronor. 2016 års skatteinbetalning på 13 miljarder kronor motsvarar endast två procent av statens skatteintäkter, men det är ändå en andel som stadigt ökat alltsedan 1996 (se figur 12). Det bör här framhållas att den svenska företagsbeskattningen i allmänhet är internationellt mild och har varit så under en lång tid.<sup>160</sup> Ytterligare lättnader genomfördes så sent som 2013.

**Figur 12. Skatter betalde av banker, miljarder kronor och som andel av statens skatteintäkter, 1996–2016.**



Svenska bankers skatteinbetalningar. Källa: Statistiska Centralbyrån (SCB).

Vi har alltså sett hur den finansiella sektorn och bankerna i synnerhet åtnjuter en stor vinst (och löne-) andel i den svenska ekonomin. Samtidigt har vi tidigare sett att sektorns benägenhet att ge krediter till produktiva investeringar, inklusive nybyggnation av bostäder, har varit svag. Utlåning har i stor skala skett till hushåll för förvärv av befintliga villor och bostadsrätter (varav en del ombildade hyresrätter). Detta är en helt central aspekt av det vi avser med "finansialiseringen av Sverige". Men

där finns andra aspekter att lyfta fram och härnäst ska vi se hur styrningen av de stora företagen omformats under den aktuella perioden.

## Bolagsstyrningen i Sverige

Vi har starka belägg för att maximering av aktieägarvärde som ideologi och praktik har fått kraftfullt grepp om företagsamheten i Sverige. Särskilt tydligt har det visat sig i kamper om kontroll över stora börsnoterade koncerner.<sup>161</sup> Även om det tycks finnas ett mått av motstånd mot denna starka trend, så implicerar den höjda nivåer på det finansiella risktagandet och minskat risktagande vad gäller verksamheter. Utvecklingen vad gäller bolagsstyrning i Sverige är ett i huvudsak förbisett ämne i den komparativa politisk-ekonomiska litteraturen, och det mesta av samtalet pågår utan att det görs en tydlig koppling till finansialiseringen som allmänbegrepp för att förstå utvecklingen.<sup>162</sup>

Den bolagsstyrningsregim som formades i Sverige efter 1930-talskrisen koncentrerade ägandet i svenska företag och då inte bara de många små, utan också de stora industrikoncernerna. Dessa senare har i många fall varit utomordentligt framgångsrika under stora delar av 1900-talet och ännu. Den svenska bolagsstyrningsmodellen under den gamla svenska tillväxtmodellen implicerade att svenska företag ytterst skulle främja det svenska samhället snarare än aktieägare eller företagsledare.<sup>163</sup> En lång rad socialdemokratiska regeringar under efterkrigstiden stödde en bolagsstyrningsregim där full sysselsättning var målet och detta skulle nås genom att främja exportorienterade nationella företag inom industrin som ekonomiska motorer.<sup>164</sup>

Med liberalisering av kapitalmarknaden från 1980-talet och framåt så har villkoren för denna gamla modell för bolagsstyrning och kontroll transformerats.<sup>165</sup> Den europeiska integrationen har omformat den svenska marknaden för företagskontroll.<sup>166</sup> Kortsiktigt och rotlöst globalt kapital blev mycket snabbt en stark kraft på Stockholmsbörsen, som utmanade de inneboende maktstrukturerna.<sup>167</sup> Kontrollen över alla utom två av de stora börsföretagen har trots detta förblivit i händerna på de traditionella kontrollerande aktieägarstrukturerna. Vid sidan om ett antal familjedynastier domineras alltjämt företagskontrollen på Stockholmsbörsen av två ägarsfärer kopplade till de två affärsbankerna SEB och Handelsbanken. Dessa kontrollstrukturer upprätthålls av regelverk som tillåter differentierad rösträtt i aktiebolag, pyramid- och korsäggande.<sup>168</sup> Det under lång tid centrala företaget Ericsson kontrolleras gemensamt av de två banksfärerna. Detta möte av tillsynes olika kategorier av aktieägare har lett till en utpräglad tendens i den svenska affärspressen att måla upp en stark kontrast mellan (svenska) ägare "av kött och blod" och (ofta utländska) ansiktslösa eller ansvarslösa institutionella investerare.<sup>169</sup> Studier har indikerat att det "kortsiktiga" kapitalet gradvis flyttar fram sina positioner vad gäller att utöva inflytande över svenska företagsledningar och organisationspraktiker. Rapportering och själva verksamheten utformas i stigande grad efter "marknadens förväntningar" och företagsledare är i allt högre grad upptagna av dessa.<sup>170</sup> Finansiella målsättningar och därtill kopplade diskurser sprids ned genom organisationernas hierarkier och letar sig in i individers självförståelse.<sup>171</sup>

Dock så har svenska regeringar, av olika partipolitisk färg, försvarat

» **DEN SVENSKA BOLAGSSTYRNINGSMODELLEN UNDER DEN GAMLA SVENSKA TILLVÄXTMODELLEN IMPLICERADE ATT SVENSKA FÖRETAG YTTERST SKULLE FRÄMJA DET SVENSKA SAMHÄLLET SNARARE ÄN AKTIEÄGARE ELLER FÖRETAGSLEDARE.**

den gamla svenska bolagsstyrningsregimen och den i hög grad koncentrerade ägarstrukturen i många företag. Därigenom har ett mått av samordning av den nationella ekonomin bortom renodlade marknadsmekanismer upprätthållits i några av ekonomins nyckelsektorer.<sup>172</sup> Bortom de noterade bolagen har dock globalt kapital, ofta i form av "alternativa investeringsfonder" varit aktiva i att förvärva svenska verksamheter, något som i sin tur medför en press nedåt på intäkterna från företagsbeskattning då dessa ofta utlandsbaserade ägarformer är mer "skatteeffektiva" än inhemskt ägande.<sup>173</sup>

Det är möjligen något överdrivet att tala om en aktieägarrevolution i Sverige, där aktieägarvärde som norm inte har vunnit genomslag överallt. Motstånd har kunnat skönjas på ett påtagligt sätt i företrädesvis stats- eller familjekontrollerade företags verksamhet och i kamper om bolagskontroll på Stockholmsbörsen.<sup>174</sup> Vi menar att den svenska bolagsstyrningen som i hög grad redan i den gamla modellen var aktieägarorienterad (till skillnad från i den angloamerikanska företagsledarorienterade bolagsstyrningen) inte är en huvudsaklig motor i finansialiseringen av Sverige. Vi vill i stället peka på förändringar i pensionssystem, fastighetssektorn och kreditgivningen som primära drivkrafter.

## Pensionerna: reaktionära reformer och aktiehandel för vanligt folk

Pensionsväsendet i Sverige har genomgått mycket omfattande förändringar sedan början av 1990-talet. Ett nytt pensionssystem sjösattes 1998 som innebar en neddragning av pensionsnivåerna i det allmänna pensionssystemet samt innebar en överflyttning av risker på individen i stället för att bäras av kollektivet. Tjänstepensionerna har omvandlats under samma tidsperiod från förmånsbestämda till avgiftsbestämda sådana, och pensionsmedlen i de korporativa pensionsfonderna förvaltas i huvudsak i enlighet med principerna för global portföljförvaltning. De här reformerna har sammantaget haft kraftfulla finansialiserande effekter som på sin höjd har snuddats vid i den förefintliga akademiska litteraturen.

I den svenska politiska ekonomin har pensionerna historisk haft en given huvudroll i kraft av de betydande pensionskapitalens användning för investeringar. Det allmänna förmånsbestämda ATP-systemet som introducerades år 1960 var helt centralt i den gamla svenska modellen genom dess utjämnande effekt på hushållens konsumtion över livscykeln, dess roll i en solidarisk inkomst- och arbetsmarknadspolitik, samt för permanenta rationaliseringsprocesser i företagssektorn. Det möjliggjorde för arbetarrörelsen att mobilisera politiskt stöd från tjänstemannaleden under efterkrigstiden. Systemet var tänkt att innebära kanalisering av investeringsmedel till svenska företag och näringslivssektorer, men alla dessa mekanismer kom på skam och ersattes av marknadsprinciper, i synnerhet efter den av arbetarrörelsen förlorade striden om löntagarfonderna.<sup>175</sup>

I blocköverskridande konsensus, åtminstone inom den politiska eliten, utformades ett radikalt, eller snarare reaktionärt, pensionssystem i enlighet med fem principer.<sup>176</sup> Livsinkomstprincipen ska säkerställa att individen har incitament att förlänga sitt yrkesverksamma liv. Sparandeprincipen uppmuntrar individer att spara mer och att anamma

» I DEN SVENSKA POLITISKA EKONOMIN HAR PENSIONERNA HISTORISK HAFT EN GIVEN HUVUDROLL I KRAFT AV DE BETYDANDE PENSIONSKAPITALENS ANVÄNDNING FÖR INVESTERINGAR.



» VID SIDAN AV  
DEN IDEOLOGISKA  
DIMENSIONEN I ATT  
AKTIVT KULTIVERA  
EN INVESTERINGS-  
KULTUR BLAND DE  
BREDA MASSORNA I  
SVERIGE, SÅ SKAPAR  
DET MINDRE GENE-  
RÖSA OCH PÅTAGLIGT  
OSÄKRA PENSIONS-  
SYSTEMET EKONO-  
MISKA INCITAMENT  
FÖR LÖNTAGARNA  
ATT SPARA PRIVAT.

aktiva förvaltningsstrategier. Dessa principer underbyggdes av minskade avgifter och höjda förväntningar på avkastning från finansiella placeringar. Den tredje principen var statsfinansiell uthållighet, eller rättare sagt, statsfinansiell neutralitet. Pensionssystemet förlades separat vid sidan om statsbudgeten och skall i princip vara självförsörjande. Med minskad grad av gemensamt risktagande skulle systemet politiska hållbarhet stärkas, löd resonemanget. Den fjärde principen var anständighetsprincipen. Även om det alltjämt är fråga om ett allmänt pensionssystem innebär det en tillbakagång till något som liknar fattigvård i enlighet med vad som gällde före andra världskriget.<sup>177</sup> Den femte och sista principen var kommunikation. De osäkra riskbedömningarna och prognoserna för den individuella pensionen ska klart kommuniceras, något som då tydligt skapar medvetenhet om all osäkerhet som behäftar detta eftersom pensionsförmånerna styrs av en mängd faktorer i den finansialiserade ekonomin.<sup>178</sup>

De återkommande finanskriserna har medfört prövningar för det nya förment uthålliga systemet. Den politiska hållbarheten testas genom en rad offentliga utredningar av systemet.<sup>179</sup> Dessa har visat att den fonderade premiepensionsdelen av systemet utsätter i synnerhet svagare grupper för utmaningen i att regelbundet fatta investeringsbeslut. Systemet som helhet innebär att allt fler omfattas av dess behovsprövade element, något som undergräver principen om systemets självförsörjning. Denna övergripande tendens förstärks av allt längre livslängd och den ihållande (mass)arbetslösheten.

Vid sidan av den ideologiska dimensionen i att aktivt kultivera en investeringskultur bland de breda massorna i Sverige, så skapar det mindre generösa och påtagligt osäkra pensionssystemet ekonomiska incitament för löntagarna att spara privat.<sup>180</sup> Alldeles särskilt i ett lågränteklimat bidrar detta till finansialisering, då börsföretagen pressas till att omfamna jakten på aktieägarvärde. Individernas förmåga att hantera finansiella placeringar varierar naturligtvis. En i högre grad använd strategi är att betrakta det egna hemmet som en finansiell tillgång som kan förvaltas i syfte att utjämna inkomster och konsumtion över tiden. Om det nu är pensionsreformerna som skapat de ideologiska och materiella impulserna till finansialisering på bred front bland de svenska hushållen, så är det i vår analys bostadssektorn som varit själva motorn i processen.

## Bostäderna: spekulaton, uteslutning och kreditbaserad konsumtion

Det internationellt välkända miljonprogrammet för utbyggnad av bostäder var ett tydligt uttryck för bostadssektorns centrala roll i den gamla svenska modellen. Ett omfattande system av subventioner och sociopolitisk styrning av bostadsbyggande och bostadsfördelning syftade förutom social jämlikhet till att understödja arbetskraftens rörlighet och därmed den ekonomiska utvecklingen i växande näringslivssektorer. Mer än tre decennier av reformer av bostadssektorn har dock förvandlat Sverige till vad som kan vara den mest liberala bostadsmarknaden i den industrialiserade världen.<sup>181</sup> Ett finansialiserat synsätt på bostaden har kommit att dominera i Sverige genom betoningen på ägande, billiga och lättillgängliga krediter, skattesystemets gynnande av ägandeformer och, kanske allra mest central, det under lång tid begränsade byggandet



av nya bostäder. Såväl bostadsägandet i sig som möjligheterna att dra fördel av stigande bostadstillgångspriser är mycket ojämnt fördelade i befolkningen. Bostadssektorn skjuter in en alldeles säregen och kraftfull dynamik i den nya svenska tillväxtmodellen. Mycket av den akademiska litteraturen saknar helt dessa insikter tills alldeles nyligen.

Alla de nyliberala reformerna i bostadssektorn har kombinerats med att vissa inslag ur den gamla icke-liberala modellen kvarstått, såsom kommunala planmonopol, statsbidrag, hyresreglering, kösystem, och begränsningar av andrahandsuthyrning. Den ledande forskaren Brett Christophers lånade Jane Jacobs begreppsapparat när han betecknar denna nya svenska bostadssektor som en "monstruös hybrid". Svenskarna erfar både den illa reglerade marknadens osäkerhet och ojämlikhet, samtidigt som stelheter och direkt kriminalitet frodas i den illa genomförda politiska regleringen. Särskilt i de växande städerna har det mycket begränsade utbudet av överkomliga och ändamålsenliga bostäder inneburit att stora delar av våra liv ägnas åt att hantera bostadssituationen och den tillhörande skuldsättningen. Som helhet fungerar den svenska bostadssektorn som en "avgörande mekanism för skapande, återskapande och intensifiering av socioekonomiska ojämlikheter".<sup>182</sup>

Hela systemet är fastnaglat i partipolitiska inlåsnings effekter. Från det som åtminstone på pappret kallas vänster till höger försvaras den rådande ordningen. Vänstern driver inte traditionell vänsterpolitik på bostadsområdet, såsom borttagande av ränteavdrag för bostadsrätter och egnahem, statliga direktiv för markanvändning, eller offentliga subventioner till byggande i stor skala. Högern driver inte heller traditionell högerpolitik såsom avskaffande av alla ränteavdrag eller hyresregleringen.<sup>183</sup> Tillsammans återskapas en bostadspolitik som dramatiskt skiljer sig från den policy som rådde under den gamla svenska modellen då alla utom explicit marginaliserade eller förföljda grupper "hade valet mellan hyresrätt, bostadsrätt eller eget hem".<sup>184</sup> Byggandet av nya bostäder har varit mycket lågt allt sedan 1990-talskrisen. Stockholm är givetvis mest extremt med sin "gentrifierade" innerstad och illa underhållna bostadsbestånd i många ytterområden.<sup>185</sup> Det är noterbart att även marknadsliberala krafter har börjat protestera mot den förda politiken. Den tidigare borgerliga regeringen har medgett att det har underinvesterats i bostäder och Stockholms Handelskammare har gått så långt som att varna för att bostadspolitiken hindrar ekonomisk tillväxt i Stockholm.<sup>186</sup> Problemet ur regleringsteoretisk synvinkel är att en genuint förändrad bostadspolitik kräver omfördelning från rik till inte så rik och sådant vill varken borgerliga regeringar eller Stockholms Handelskammare ta i med tång. Inte heller de alldeles färskas nysatsningarna från den socialdemokratiskt dominerade regeringen kommer i närheten av att möta bostadsbehoven i Sverige.

Den snabba urbaniseringen och befolkningsökningen har medfört att bostadsbeståndet särskilt i våra tre största städer är helt otillräckligt. Prisnivåerna på vad som i huvudsak är en liberaliserad marknad stiger därefter. Ett mycket tydligt uttryck för detta är utvecklingen av priserna för bostadsrätter i Stockholm som steg med 250 procent under perioden 2005–2015.<sup>187</sup> Prisnivåerna för bostäder, både hyresrätter och äganderätter, har ökat långt mer än löner och andra inkomster för de allra flesta svenskar. Detta har endast kunnat åstadkommas genom kraftigt

» **PROBLEMET UR  
REGLERINGSTEORE-  
TISK SYNVINKEL ÄR  
ATT EN GENUINT FÖR-  
ÄNDRAD BOSTADS-  
POLITIK KRÄVER  
OMFÖRDELNING FRÅN  
RIK TILL INTE SÅ RIK.**

ökad skuldsättning bland hushållen. Såväl skattesystem som mycket liberal reglering av kreditmarknaden har möjliggjort detta.

För att summera; den svenska bostadspolitiken är inte uppenbart nyliberal, utan är en "monstruös hybrid" som skapar en finansialiserad ekonomi. Särskilt under det senaste decenniet har en kraftig dynamik av skuldsättning och ett finansiellt synsätt på bostaden både burit den svenska tillväxten och drivit fram ojämlikhet. Till detta ska också läggas marknadisering av sådant som primärvård och utbildning<sup>188</sup>, något som tillsammans med bostadspolitiken ger upphov till accelererande ojämlikhet i det svenska samhället.

## Ojämlikhet: osäkerhet på arbetsmarknaden, skuldsättning och ojämlika välfärdstjänster

Arbetsmarknaden i Sverige är i långa stycken flexibeliserad. Den historiskt påtagliga viljan till full sysselsättning (den socialdemokratiska "arbetslinjen") har övergetts på båda sidor om den politiska blockgränsen. Det socialdemokratiska arbetarepartiet övergav målet om full sysselsättning år 1991.<sup>189</sup> Mitten och högerpartierna i Sveriges riksdag är sedan länge upptagna av att försöka skapa (för arbetsgivaren) flexibla och lågt betalda arbetstillfällen. De arbetsmarknadspolitiska åtgärder som faktiskt genomförs skiljer sig dramatiskt från den gamla svenska modellens.<sup>190</sup> En betydande personaluthyrningssektor har vuxit fram sedan 1990-talet.<sup>191</sup> Segmenteringen av arbetsmarknaden föranleder påtagliga "normativa dissonanser" då de faktiska arbetsvillkoren varierar mycket kraftigt i Sverige, medan det offentliga "pratet" domineras av idéer om jämlikhet och "den svenska modellen".<sup>192</sup>

» SEGMENTERINGEN AV ARBETSMARKNADEN FÖRANLEDER PÅTAGLIGA "NORMATIVA DISSONANSER" DÅ DE FAKTISKA ARBETSVILLKOREN VARIERAR MYCKET KRAFTIGT I SVERIGE, MEDAN DET OFFENTLIGA "PRATET" DOMINERAS AV IDÉER OM JÄMLIKHET OCH "DEN SVENSKA MODELLEN".

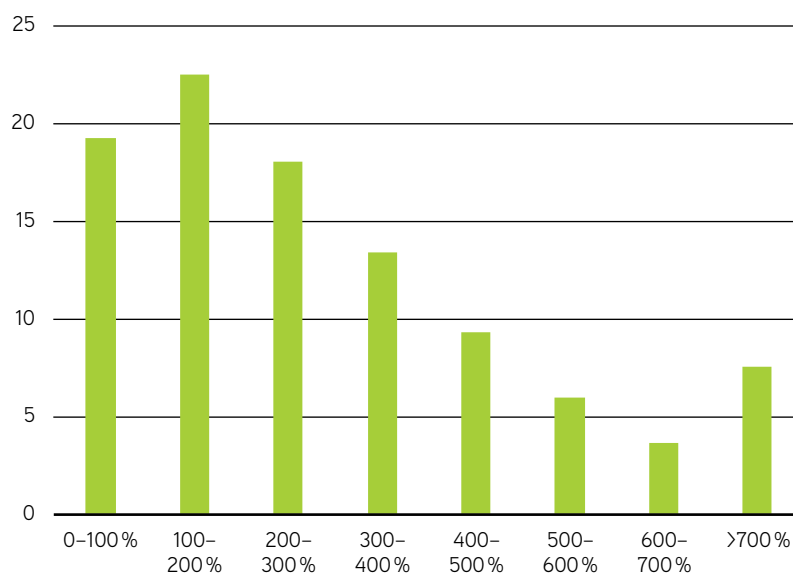
Det finns de som hävdar att flexibeliseringen av arbetsmarknaden gynnar integrationen i Sverige.<sup>193</sup> Verkligheten är att många grupper påverkas ytterst negativt. Arbetslösheten är sedan länge på genomsnittlig nivå för OECD. Den sociala ojämlikheten växer snabbare i Sverige än någonstans i den industrialiserade världen.<sup>194</sup> Bostadssituationen förstärker ojämlikheten genom att göra det svårare att söka jobb där sådana finns även för den som har kunskap och kvalifikationer. Nu krävs både vilja till skuldsättning och aktiv hantering av finansiella risker. Då arbetslösheten stigit har pensionsförmåner begränsats och hela pensionssystemet är under prövning. Den ekonomiska osäkerheten stiger och det enda sättet att "hänga med" för stora grupper är att öka sin skuldsättning. Den starka ökningen i antalet långsiktigt skuldsatta individer är i sig ett mått på den ökande osäkerheten i det svenska samhället, men kommer också ur den ökande osäkerheten på arbetsmarknaden och de svårigheter som möter hushåll som drabbas av sjukdom eller arbetslöshet.

Aktuella offentliga utredningar har varnat för att kostnader för mobiltelefoni föranleder "överskuldsättning" bland svenska ungdomar. Bland vuxna är det misslyckade försök till eget företagande som oftast föranleder överskuldsättningen. Sedan det tidigare 2000-talet har snabbblånen ökat och på denna mycket svagt reglerade marknad kan den effektiva räntan uppgå till 50 procent. Effekten av allt detta är en kraftig ökning av antalet ärenden som Kronofogdemyndigheten har att hantera. Ett besläktat fenomen i det svenska samhället är att spelande om pengar, särskilt via internet, har blivit så pass vanligt att det betecknas som ett folkhälsoproblem som beräknas kosta samhället en procent

av BNP.<sup>195</sup> Riksrevisionens granskning av de åtgärder som dittills vidtagits för att mota överskuldsättningen visade att dessa begränsats till att skydda barn från att bli skuldsatta, men i övrigt handlat om insatser för att sprida information.<sup>196</sup> Dessa knapphändiga insatser är helt i linje med en finansialiserad internationell policyinriktning om att skapa finansiellt medvetna och kompetenta individer – en politik vars resultat enligt internationell forskning lämnar det mesta att önska och som bygger på (den närmast bisarra) idén att alla människor ska kunna bli lika "rationella" som aktörer på den globala finansmarknaden.<sup>197</sup>

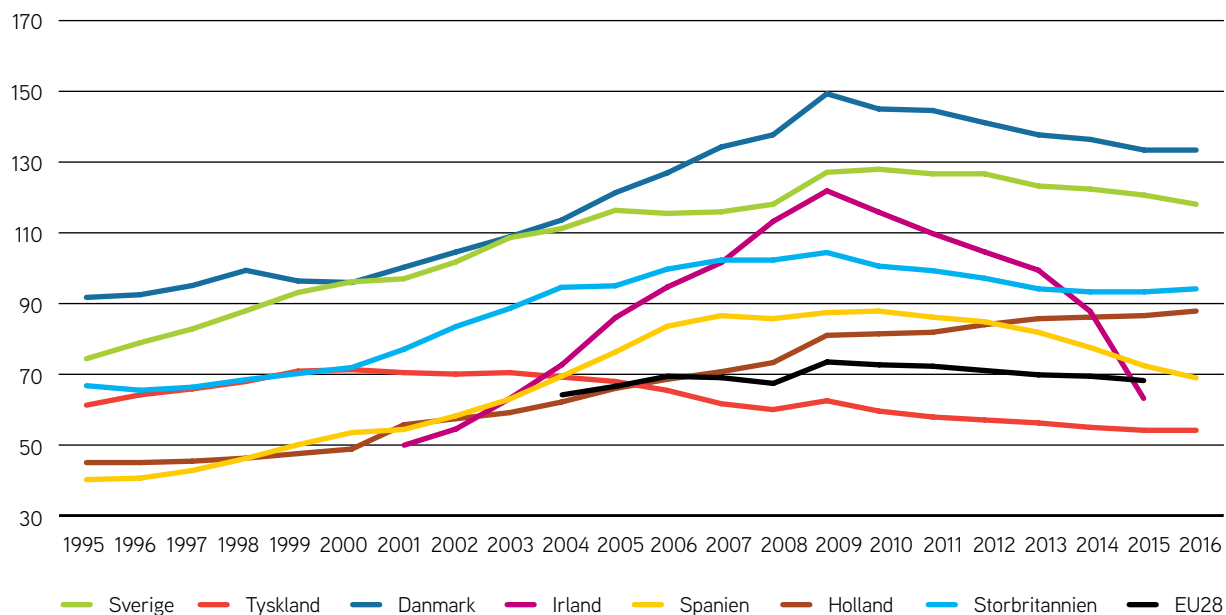
Vid sidan om denna debatt om överskultsättning bland enskilda individer och hushåll, något som vi kanske kan tänka på som den verkligt mörka sidan av finansialiseringen av Sverige, så finns i fullt offentlighetens ljus den stadigt ökande skultsättningen i hela hushållssektorn och då särskilt bland medel- och höginkomsttagare. 25 procent av de svenska hushållen som har bolån är skyldiga mer än 400 procent av sin disponibla inkomst (se figur 13). Ett av tio hushåll med bolån är skyldiga mer än 6 gånger sin disponibla inkomst. Som jämförelse kan nämnas att andelen hushåll över 400 procentsnivån är 3,5 procent.<sup>198</sup> Den svenska skultsättningen i hushållssektorn har vuxit snabbt jämfört med i andra länder (se figur 14). Det är alltså denna utveckling som det statsfinansiella komplexet i Sverige har haft att hantera i närtid och som är anledningen till att vi fick makrotillsyn som nytt policyområde. Det handlar om att försöka bemästra finansialiseringen av Sverige och en ny svensk tillväxtmodell som bygger på ökande ojämlikhet. Den centrala motsägelsen i denna nya svenska tillväxtmodell är just att den bygger på ökande skultsättning i hushållssektorn (se figur 15), en grund som helt enkelt inte kan vara stabil. Samtidigt är denna modell extraordinärt gynnsam för i synnerhet banker och andra finansiella företag som gör vinst på att låna ut pengar till hushållens förvärv eller renovering av bostäder (se figur 16).

**Figur 13. Skuldsättning som andel av disponibel inkomst, svenska hushåll med bolån, antal hushåll, 2015.**



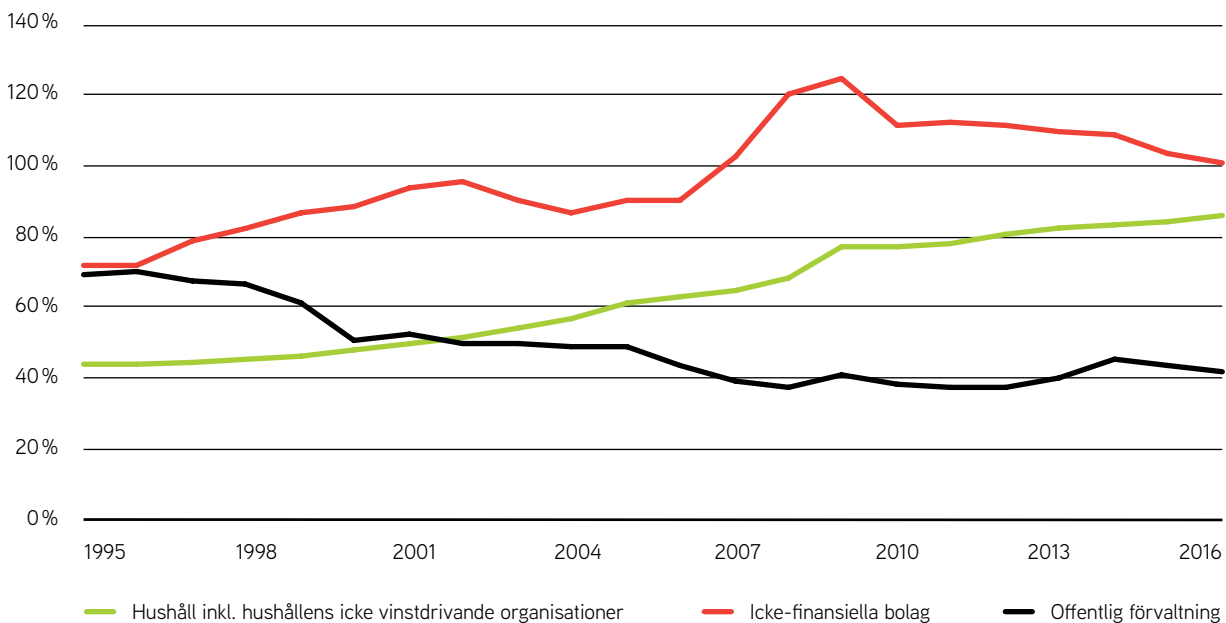
Skuldsättningsnivån bland svenska hushåll med bolån. Källa: Finansinspektionen/Riksbanken

**Figur 14. Hushållens konsoliderade skulder i procent av BNP, utvalda länder i Europa samt Europeiska unionen (EU28), 1995–2016.**



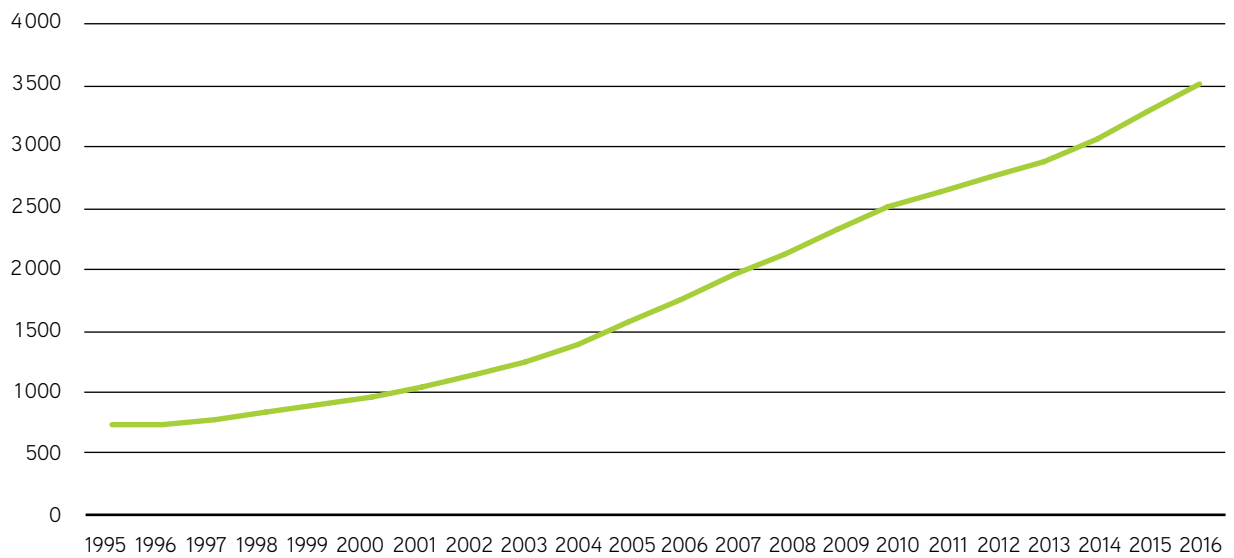
Skuldsättningsnivån i hushållssektorn i europeisk jämförelse. Källa: Eurostat

**Figur 15. Konsoliderade skulder i förhållande till BNP, 1995–2016.**



Skulder som andel av BNP. Källa: Statistiska Centralbyrån (SCB)

Figur 16. Monetära finansinstituten utlåning till svenska hushåll 1995-2016, miljarder kronor.



Bankernas och bostadsinstituten utlåning till hushållen. Källa: Statistiska centralbyrån (SCB) och Finansinspektionen.

## Kapitel 7

## Slutsatser

» **SVENSKARNAS VARDAGSLIV PRÄGLAS I ALLT HÖGRE GRAD AV ATT LEVA PÅ OCH GENOM FINANSIELLA MARKNADER OCH DE SKA UPPFOSTRAS AV MYNDIGHETER TILL ATT UPPFÖRA SIG PÅ DESSA MARKNADER SÅSOM LÄROBÖCKER I FINANSIELL EKONOMI FÖRESKRIVER FÖR DEN "RATIONELLA" MÄNNISKAN.**

Den akademiska litteraturen, och även de delar av den som aktivt sysslar med jämförande politisk ekonomi ur andra perspektiv än den djupt ideologiska huvudfåran i nationalekonomin, har inte fullt ut greppat omvandlingen av den svenska ekonomin. Finansialisering är ett allmänbegrepp som kan hjälpa oss, och då särskilt med en regleringsteoretisk referensram, för att förstå, förklara och agera i denna nya svenska verklighet. Det finns gott om akademisk och mer populariserad litteratur som talar om en kontinuitet i den svenska politisk-ekonomiska utvecklingen. Vi menar att det mesta sådant tal, inklusive politisk retorik, utgör en bjärt kontrast till den finansdominerade ekonomi och genomgripande finansialiserade samhälle som Sverige har omvandlats till. Vi har i den här rapporten visat på den snabba och djupgående omvandlingen där penningväsendet kommit att överordnas såväl konkurrensen som arbetets organisering; en av staten understödd finansiell sektor dominerar ekonomi och samhälle. Svenskarnas vardagsliv präglas i allt högre grad av att leva på och genom finansiella marknader och de ska uppföstras av myndigheter till att uppföra sig på dessa marknader såsom läroböcker i finansiell ekonomi föreskriver för den "rationella" människan.

Ett delresultat av vår undersökning är att utveckla den terminologi som Eckhardt Hein föreslog. Sverige omvandlades efter krisen 1991–1993 till en ekonomi som förtjänar att kallas en ekonomi med "vinster utan investeringar i bostäder", en specifik variant av Heins mer allmänna form: vinster utan investeringar. Begreppet pekar mot att vi ser bostadspolitiken och bostadssektorn som nyckeln, själva motorn, i finansialiseringen av Sverige.

Sverige följer därmed, på sitt alldeles eget vis, de anglo-amerikanska exemplen; hushållens skulddrivna konsumtion håller de ekonomiska hjulen snurrande medan produktivitetens utvecklingen klingar av. Den svenska tillväxtmodellen är inte längre export- utan skulddedd. I Sverige är det ännu inte staten som tar på sig skulderna, utan hushållen. Sverige har inte fullt ut haft sin del av den globala finanskrisen ännu. Vi menar att det är fråga om ett temporärt uppskjutande.

Vi vill pröva tanken att det inte primärt är i det förvisso alltmer aktieägarvärdeorienterade förhållandet mellan företagsledning och kapitalmarknad som den svenska finansialiseringens motor står att finna, utan att denna finns företrädesvis i de vindlande effekterna av de många politiska reformerna i enlighet med "nyliberala" idéer. Skiftet från exportledd till skulddedd ekonomi har givetvis skett under starkt materiellt tryck från globala ekonomiska krafter, men vi vill likväl reservera ett utrymme för det demokratiska systemet, staten och de politiska rörelserna. De är i enlighet med demokratiska beslut som kapital-, kredit och valutaregleringar har demonterats, skattesystem omvandlats, och medlemskap i Europeiska Unionen sökts och erhållits. Endast i samklang med de tillika demokratiskt beslutade och genomgripande

liberaliserande eller marknadsfundamentalistiska reformerna av pensionssystem och bostadssektor har den svenska finansialiseringen fått sin fulla kraft. Vi är långt ifrån övertygade om att ledande beslutsfattare, politiker såväl som tjänstemän i staten och intresseorganisationer fullt ut har greppat helheten i dessa omvandlingar, inklusive den socialdemokratiska satsningen på att skapa Finansplats Stockholm.

Här fokuserar vi dock på dagsläget och vägen framåt. Det kan mycket väl vara så att den finansdominerade europeiska ekonomin befinner sig i en utdragen kris och att det alltmer finansledda svenska samhället och dess ekonomi visar sig omöjliga att bemästra med de upptrampade rutiner och förhållningssätt som fungerat. Finansialiseringen av Sverige har accelererat efter den globala finansiella krisen och förstärker konjunkturcykler. Hushållens skuldsättning är historiskt hög. Produktivitetens utvecklingen är svag. Till skillnad från USA har inte Sverige någon global maktposition från vilken kraftiga makroekonomiska obalanser kan exporteras till andra länder. Den svenska statens förmåga att tämja finansialiseringen framstår som ett kritiskt test, kanske inte bara för Sverige, utan för hela den finansdominerade tillväxtregimen och dess samhällen. Vad händer när de amerikanska räntorna stiger? Vad händer när någon form av oväntad chock drabbar finansmarknaderna?

Vi är långt ifrån ensamma om att ställa de här frågorna. Vi har sett att centrala statliga myndigheter i Sverige och många fackekonomer är upptagna av att diskutera frågor som hushållens skuldsättning, bankernas extrema vinster, pensionssystemets utformning och bostadssektorns funktionssätt. Vi har också sett att det finansiella stabilitetsrådet sedan dess bildande har utvecklats till ett forum för teoretisk diskussion om hur svensk ekonomi egentligen fungerar, vid sidan om att vara ett forum för att formulera lämpliga regleringar i syfte att främja "finansiell stabilitet".

Samhällsfilosofen Jürgen Habermas talade om att nya åtgärder i den demokratiska staten endast kan vara lyckosamma om de inte föranleder en "administrativ" kris, det vill säga "en paralysering i det administrativa systemet och en insikt om att ekonomin inte längre går att styra". För det andra krävs att åtgärder sker med "tillräckligt" stöd bland medborgarna och på så sätt undvika att statens legitimitet undergrävs.<sup>199</sup>

Den framväxande makrotillsynen kommer snabbt i konflikt med etablerade institutionella strukturer och policyrutiner inom och kring centralbanker.<sup>200</sup> Detta gäller även i Sverige och kanske i synnerhet här, där makrotillsynen utarbetas av traditionellt resursstarka och relativt oberoende statliga myndigheter i förhållande till svagare departement och demokratiskt folkvalda.<sup>201</sup>

Dessa myndighetsstrukturer, menar vi, befolkas av vad filosofen och politikern Antonio Gramsci betecknade som "traditionella intellektuella", som i just detta fall på grund av sin skolning saknar den förståelseram som regleringsteorin erbjuder. Förståelsen för att finansialiseringen har sin rot i en tillfällig hantering av de politiska-ekonomiska utmaningarna i den anglo-amerikanska ekonomin, som förskjutits till den dysfunktionella eurozonen, och som hanteras av mänskliga subjekt inbegripna i maktordningar, är inte den som företrädesvis följer på examen i nationalekonomi eller juridik vid svenska lärosäten. Förståelseramen att finansialiseringen innebär att penningväsendet överordnas konkurrensen och arbetets organisering ingår inte i det grundläggande

» **FÖRSTÅElsen FÖR  
ATT FINANSIALISE-  
RINGEN HAR SIN ROT  
I EN TILLFÄLLIG HAN-  
TERING AV DE POLI-  
TISKA-EKONOMISKA  
UTMANINGARNA  
I DEN ANGLO-AMERI-  
KANSKA EKONOMIN  
ÄR INTE DEN SOM FÖ-  
RETRÄDESVIS FÖLJER  
PÅ EXAMEN I NATIO-  
NALEKONOMI ELLER  
JURIDIK VID SVENSKA  
LÄROSÄTEN.**



» ÖVERGÅNGEN FRÅN ADMINISTRATIV TILL LEGITIMERINGSKRIS FÖRHINDRAS AV DET RÅDANDE "NY-LIBERALA SUNDA FÖRNUFTET" SOM ÄNNU INTE UTMANATS TILLRÄCKLIGT KRAFTFULLT FÖR ATT LEGITIMITETSKRISEN SKA UTBRYTA.

kursutbudet och omtalas mycket sällan i de sammanhang där de traditionella intellektuella i och omkring det finansiella stabilitetsrådet lever sina vardagsliv. För att inte tala om själva utgångspunkten för regleringsteorin, nämligen att vinstmotiv och strävan efter ackumulation av privat förmögenhet är den kraft som hela tiden driver fram ekonomiska och politiska kriser. Historikern Nancy Fraser menar i sin översikt över finansialiseringen att det i långa stycken har handlat om ett utvidgande av kreditrelationer och kraftfulla försök att "kolonisera" det politiska systemet, och då i synnerhet reglerande myndigheter.<sup>202</sup> Peter Burnham argumenterar på ett likartat sätt för att delar av Europa i synnerhet efter den globala finanskrisen har erfarit en "administrativ kris" i Habermas mening, men endast en gryende legitimeringskris, dvs en kris där staten inte lyckas försvara sin legitimitet hos tillräckligt många bland medborgarna. Undantaget skulle möjligen vara Grekland.<sup>203</sup> Fraser menar att övergången från administrativ till legitimeringskris förhindras av det rådande "nyliberala sunda förnuftet" som ännu inte utmanats tillräckligt kraftfullt för att legitimitetskrisen ska utbryta.

Statstjänstemän och andra teknokrater fyller i allt detta rollen som traditionella intellektuella vars kärnuppgift är att inneha ledande roller i att producera en regleringsmodell som upprätthåller "hegemoni". Gramscis utgångspunkt är att sådant ledarskap innebär att klass- eller mer snäva särintressen breddas till att framstå som "etisk-politiska" med högre grad av förnuft och anspråk på allmän legitimitet. De traditionella intellektuella, liksom intellektuella generellt, menar Gramsci, är inte bara bundna till sin egen kategori, utan relativt oberoende av klasstillhörighet och utgör på vissa vis en egen klass, avskilda från direkt produktion och lönearbetets organisering, och i stället organiserade i sina egna statushierarkier och spelfält.<sup>204</sup> Gramsci observerade hur tätt sammankopplad just denna grupp, de traditionella intellektuella, identifierar sig med sin grupp och upplever en "kårande" och relativt "oberoende" från andra dominerande grupper, såsom kapitalägare eller politiker.<sup>205</sup> Gramsci såg också mottendensen: att organiska intellektuella, sådana som kommer direkt ur andra sociala grupperingar och dessas problem eller agendor, bryter in bland de traditionella intellektuella i akt och mening att en dag själva träda i deras ställe och fylla rollen som ledande i upprätthållandet av en regleringsmodell som producerar av en ny hegemoni, ett nytt sunt förnuft. Av central betydelse är att traditionella intellektuella allt som oftast delar intellektuell bakgrund och har ekonomiska relationer till och ibland hela karriärer utformade i förhållande till dominerande klasser.<sup>206</sup> När det gäller förhållandet i vår tid mellan finanssektorn och reglerande myndigheter har svängdörrarna dem emellan påvisats gång på gång i forskningen.<sup>207</sup> Det är sannolikt runt dessa svängdörrar som vi bör förstå det tillsvidare framgångsrika uppskjutandet av den svenska finansialiseringens nästa kris, men något sådant underlag har vi inte att tillgå.

Vad vi har kunnat observera är att avpolitisering som politisk strategi uppvisar klara tendenser till att inte längre fungera på området makrotillsyn i den finansledda svenska ekonomin. Statsanställda tjänstemän, förutom då möjligen några inom Riksbanken, drar sig för att presentera åtgärdsförslag eller genomdriva regelverk som inte har uttalat eller outtalat stöd från politiker (och eventuellt då från finansmarknadens aktörer och bankerna i synnerhet). Detta trots att statstjänstemän





**» VÅR SLUTSATS  
ÄR ATT MAKROTILL-  
SYNEN INTE KOMMER  
ATT KUNNA VARA  
NÅGOT ANNAT ÄN EN  
MYCKET TILLFÄLLIG  
HANTERING AV DEN  
SVENSKA FINANSIA-  
LISERINGEN.**

i Sverige, till skillnad från stora delar av Europa och världen, antagligen omfattas av en förväntan av att vara relativt oberoende från den sittande politiska makten. Den svenska statsförvaltningen åtnjuter stora resurser och åtnjuter högt anseende i förhållande till den politiska ledningen.<sup>208</sup> Är det möjligen till och med så att det har såetts tvivel bland svenska statstjänstemän om huruvida de är neutrala i förhållande till olika särintressen och att de verkar i "avpolitiserad" förvaltning, i enlighet med den svenska grundlagen och i synnerhet förhållandet att anställningen som tjänsteman kvarstår även vid regeringsskifte (något som skiljer Sverige från många andra länder). I Sverige har vi inte tänkt oss att statstjänstemän går i särintressens ledband, men vi kan skönja konturerna av en kris för denna ordning när det råder i det närmaste öppen konflikt mellan regeringen och riksbankschefen. Självfallet har den svenska statsapparaten aldrig någonsin varit helt autonom, utan endast neutral och oberoende i en relativ mening.<sup>209</sup> Kopplar vi samman den möjligen allt mer osäkra graden av oberoende med den växande känslan att inte kunna styra ekonomin, så har vi ingredienserna för en administrativ kris.

Vår slutsats är att makrotillsynen inte kommer att kunna vara något annat än en mycket tillfällig hantering av den svenska finansialiseringen. Den påtagliga politiseringen av detta nya politikområde i den svenska statsförvaltningen har kommit av statstjänstemäns troligen uppriktiga försök att tämja finansialiseringen, utan att nödvändigtvis förstå den fullt ut. Traditionella intellektuella (företrädesvis national-ekonomer) är i färd med att lära sig åtminstone tre läxor: den första är i vilken utsträckning den svenska ekonomin drivs av hushållens stigande skuldsättning, att makrotillsynsåtgärder har fördelningspolitiska konsekvenser, och, kanske mest centralt, de institutionella begränsningar som omgärdar politikområdet genom det försök till avpolitisering som dominerande politiska krafter har anammat. Ingen tongivande politisk kraft vill ta ansvar för höjda räntor, sänkta bostadspriser, höjda krav på amortering eller höjda krav på eget kapital i banker. Det tycks som om ingen sådan tongivande politisk kraft hittills heller har velat att sådana åtgärder ska genomföras av den svenska statens tjänstemän på armlängds avstånd från de folkvalda. De senaste svenska regeringarna framstår som mycket obenägna att verka för en konjunkturdämpande makrotillsyn och det är väsentligt mot bakgrund av att det är just i fallet Sverige som makrotillsynen provas i en kreditexpansion. Att säga nej till ytterligare kreditexpansion har hittills visat sig mycket svårt. Det är inte på något sätt svårt att förstå med regleringsteoretiska glasögon; i den finansledda ekonomin är kreditexpansionen en förutsättning för ekonomisk tillväxt. Att säga "nej" till finansialiseringen av Sverige är svårt, dels eftersom den redan ägt rum och dels för att påtagligt många inte tycks förstå att så är fallet. För de ledande politiska krafter som åtminstone anar att finansialiseringen har ägt rum är det lockande att låtsas som om den inte hade det och att framstå som att en "ryter till" eller "tar krafttag". Åtgärder som dämpar tillväxten eller fördelar om ekonomiska resurser är mindre lockande vad det verkar, i enlighet med det nyliberala sunda förnuftet.

Vi vill delta i formandet av en motkraft till denna nyliberala hegemoni. Den svenska statens legitimitet *borde* vara ifrågasatt, då dess anspråk på att förvalta ett allmänintresse snarare än särintressen klingar

» ETT I GRUNDEN  
FÖRÄNDRAT FINAN-  
SIELLT SYSTEM, OCH  
I FÖRLÄNGNINGEN  
ETT SAMHÄLLE DÄR  
OJÄMLIKHETEN  
MINSKAR I STÄLLET  
FÖR ATT ÖKA, ÄR  
DET MER ALLMÄNNA  
OCH LÅNGSIKTIGA  
INTRESSE SOM DEN  
SVENSKA STATEN  
BÖR FÖRVALTA.

falskt. Ett i grunden förändrat finansiellt system, och i förlängningen ett samhälle där ojämlikheten minskar i stället för att öka, är det mer allmänna och långsiktiga intresse som den svenska staten bör förvalta.

Hittills är det lite som talar för någon radikal omsvängning. Att ta ett grepp om finansialiseringen av Sverige innebär att ta sig an en mäktig allians mellan de skuldsatta medelklasshushållen, bankerna, och andra finansmarknadsaktörer som frodas i lågräntemiljön. Inget politiskt parti i Sverige företräder någon sådan gruppering öppet, men inget parti på "mittfältet" har heller vågat sig på att utmana. "Amorteringskrav" och frivilliga "bolånetak" är exempel på mycket tama makrotillsynsåtgärder som inte kan åstadkomma mer än att skjuta upp problemen i tid och rum. Bruttosoliditetskrav på bankerna, som Riksbanken drivit under lång tid skulle innebära att bankernas aktieägare och anställda fick bära åtminstone någon liten del av kostnaden för finansialiseringen. Hårda amorteringskrav på nya bolån straffar enskilda hushåll som får stora problem att finna en bostad. Några alternativa visioner om ett annat samhälle än det av finansmarknadernas intressen och logiker dominerade är svåra att se. Den tongivande alternativa politiska visionen är den om nationell gemenskap och hårda tag mot människor på flykt undan krig och katastrof.<sup>210</sup>

Vi önskar att en politisk vision om hur finanspolitik, penningpolitik och regelverk för finansiella marknader återigen tas fram och genomförs samfällt med flertalets intressen i centrum. Ska detta ske under demokratiska former är det hög tid att många fler intresserar sig för hur penningväsendet fungerar. Det är nämligen det finansiella systemet som ytterst dominerar våra liv och har gjort så länge. Vågar vi hoppas att "organiska intellektuella" ur de lönearbetandes led ska kunna utmana denna dominans?

# Referenser

- Agnblad, J., Berglöf, E., Högfeldt, P. and Svancar, H. 2001. Ownership and Control in Sweden: Strong Owners, Weak Minorities and Social Control, pp. 228–58, i F. Barca och Becht, M. (eds.), *The Control of Corporate Europe*, Oxford, Oxford University Press.
- Amable, B. 2011. Morals and politics in the ideology of neo-liberalism, *Socio-Economic Review*, vol. 9, 3–30.
- Andersson, F. and Jonung, L. 2015. Krasch, boom, krasch? Den svenska kreditcykeln, *Ekonomisk Debatt*, vol. 43, nr. 8, 17–31.
- Andersson, J. 2014. Losing social democracy. Reflections on the erosion of a paradigmatic case of social democracy, pp. 116–31 in Bailey, D. et al. (red.), *European Social Democracy During the Global Economic Crisis Renovation or Resignation?* Manchester, Manchester University Press.
- Andersson, R. och Turner, L. M. 2014. Segregation, gentrification, and residualisation: from public housing to market-driven housing allocation in inner city Stockholm, *International Journal of Housing Policy*, vol. 14, nr. 1, 3–29.
- Arrighi, G. och Silver, B. J. 2001. Capitalism and world (dis)order. *Review of International Studies*, vol. 27, nr. 5, 257–279.
- Baccaro, L. och Pontusson, J. 2016. Rethinking comparative political economy: the growth model perspective, *Politics & Society*, vol. 44, nr. 2, 175–207.
- Baker A. 2013. The New Political Economy of the Macropprudential Ideational Shift. *New Political Economy* 18(1): 112–139.
- Bank of England 2016. *Financial Stability Report* (July 2016), Issue Nr. 39; available at: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/fsr/2016/fsrjul16.pdf>
- Barr, N. 2013. 'The Pension System in Sweden'. Report to the Expert Group on Public Economics, 2013:7, Stockholm: Finansdepartementet.
- Becker, J., Jäger, J., Leubolt, B. och Weissenbacher, R. 2010. Peripheral Financialization and Vulnerability to Crisis: A Regulationist Perspective, *Competition & Change*, vol. 14, 225–247.
- Belfrage, C. 2008. Towards 'Universal Financialisation' in Sweden?, *Contemporary Politics*, vol. 14, nr. 3, 277–296.
- Belfrage, C. och Ryner M. 2009. Renegotiating the Swedish social democratic settlement: from pension fund socialism to neoliberalization, *Politics & Society*, vol. 37, nr. 2, 257–287.
- Belfrage C. 2015. The Unintended Consequences of Financialisation: Social democracy hamstrung? The pensions dilemma, *Economic and Industrial Democracy*; doi: 10.1177/0143831X15586070
- Belfrage C. och Hauf F. 2017. The Gentle Art of Retrodution: Critical Realism, Cultural Political Economy and Critical Grounded Theory. *Organization Studies* 38(2): 251–271.
- Belfrage, C. och Kallifatides, M. (under granskning). Financialization and the New Swedish Model, *Cambridge Journal of Economics*.
- Bengtsson, E. och Ryner, M. 2015. The (International) Political Economy of Falling Wage Shares: Situating Working-Class Agency. *New Political Economy*, vol. 20, nr. 3, 406–430.
- Bergh, A. 2014. What are the policy lessons from Sweden? On the rise, fall and revival of a capitalist welfare state, *New Political Economy*, vol. 19, nr. 5, 662–94.

- Bieling H.-J. 2013. European Financial Capitalism and the Politics of (De-)financialisation. *Competition and Change* 17(3): 283–98.
- Bieling H.-J. 2014. Shattered expectations: the defeat of European ambitions of global financial reform. *Journal of European Public Policy* 21(3): 346–366.
- Bieling HJ, Jäger J och Ryner M 2016. Regulation Theory and the Political Economy of the European Union. *Journal of Common Market Studies* 54(1): 53–69.
- Bieling, H.-J., Jäger, J. och Ryner, M. 2016. Regulation Theory and the Political Economy of the European Union, *Journal of Common Market Studies*, vol. 54, nr. 1, 53–69.
- Björklund J. och Ullenhag E. 2015. DN Debatt: Sänk skatten på arbete och höj moms och miljöskatter. *Dagens Nyheter*, 9 november.
- Blom, M. 2007. *Aktiemarknadsorienteringens ideologi*, Lund, Lunds Universitet.
- Blyth, M. 2013. *Austerity: The History of a Dangerous Idea*. Oxford University Press.
- Bokriskommittén 2014. 'Bokriskommitténs rapport. En fungerande bostadsmarknad – En reformagenda', Stockholm, Bokriskommittén.
- Borglund, T. 2006. *Aktieägarvärden i fokus: Internationell påverkan på intressentrelationer genom förvärv och fusion*, Stockholm, Handelshögskolan i Stockholm (EFI).
- Borio C. 2010. Implementing a macroprudential framework: Blending boldness and realism. Keynote Speech delivered at the HKIMR-BIS conference, 5–6 July. Available on: <http://www.bis.org/repofficepubl/hkimr201007.12c.pdf>. Accessed on 20.12.2015.
- Borio C och Drehmann M. 2009. Towards an operational framework for financial stability: "fuzzy" measurement and its consequences. *BIS Working Papers* 284.
- Bowman, A., I. Erturk, J. Froud, S. Johal, A. Leaver, M. Moran och Williams, K. (2012) Central Bank-Led Capitalism?, *Seattle University Law Review* 36: 455–487.
- Boyer, R. 2000. Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis, *Economy and Society*, vol. 29, nr. 1, 111–145.
- Boyer R. 2013. The euro crisis: undetected by conventional economics, favoured by nationally focused polity. *Cambridge Journal of Economics* 37: 533–569.
- Buendía, L. och Palazuelos E. 2014. Economic growth and welfare state: a case study of Sweden, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 38, nr. 4, 761–777.
- Burnham P. 2014. Depoliticisation: economic crisis and political management. *Policy & Politics* 42(2): 189–206.
- Christophers, B. 2013. A monstrous hybrid: the political economy of housing in early twenty-first century Sweden, *New Political Economy*, vol. 18, nr. 6, 885–911.
- Christophers, B. 2016. Geographies of finance III: regulation and "after-crisis" financial futures, *Progress in Human Geography*, vol. 40, nr. 6, 138–148.
- Collin, S.-O. 1998. Why are these islands of conscious power found in the ocean of ownership? Institutional and governance hypotheses explaining the existence of business groups in Sweden, *Journal of Management Studies*, vol. 35, nr. 6, 719–746.
- Dagens Industri 2013. Riksbankschef sågar kriskommittén. 25 januari 2013.
- Dagens Industri 2016. Ränteupproret. <http://www.di.se/amnen/ranteupproret/> 15 juni 2016.
- Dagens Nyheter 2015a. Tydligt amorteringskrav bör införas snarast möjligt. 17 augusti.
- Dagens Nyheter 2015b. Regeringen: amorteringskrav våren 2016. 18 augusti.

- Dagens Nyheter 2015c. Ränteavdragen kan förändras. 21 september.
- Dagens Nyheter 2016. Minusräntan bäddar för ny svensk finanskris. 10 september.
- Dannreuther, C. 2006. Post-Fordism, beyond national models: the main challenges for regulation theory, *Competition and Change*, vol. 10, nr. 2, 100–112.
- De Larosi re J. 2009. *Report*. Brussels: European Commission. Tillgänglig via: [http://www.ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://www.ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf).
- Devore, M. R. 2015. Defying convergence: globalisation and varieties of defence-industrial capitalism, *New Political Economy*, vol. 20, nr. 4, 569–593.
- Durand, C. och Keutcheyan, R. 2015. Financial hegemony and the unachieved European state, *Competition & Change*, vol. 19, 129–144.
- Eklund K 2014. Bokriskommitténs rapport. en fungerande bostadsmarknad – en reformagenda. Bokriskommittén: Stockholm.
- Engelen E., I. Ertürk, J. Froud, S. Johal, A. Leaver, M. Moran och Williams, K. (2012) Misrule of experts? The financial crisis as elite debacle, *Economy and Society*, vol. 41, nr. 3, 360–382
- Engström, S. 2013. 'V gval f r premiepensionen', Ds 2013:35, Stockholm: Finansdepartementet/Socialdepartementet
- Epstein G. A. (red.) 2005. *Financialization and the World Economy*. Cheltenham, UK & Northampton, US: Edward Elgar.
- Erixon L. 2011. Under the Influence of Traumatic Events, New Ideas, Economic Experts and the ICT Revolution – The Economic Policy and Macroeconomic Performance of Sweden in the 1990s and 2000s. *Comparative Social Research* 28: 265–330.
- Ertürk, I., Froud, J., Johal, S., Leaver, A. och Williams, K. 2007. The Democratization of Finance? Promises, outcomes and conditions, *Review of International Political Economy*, vol. 14, 553–575.
- Ertürk I., Froud J., Johal S., Leaver, A. och Williams, K. 2010. Ownership matters: private equity and the political division of ownership, *Organization*, vol. 17, 543–561.
- ESRB 2015. Report on residential real estate and financial stability in the EU. Rapport nr. N/A, 28 December.
- Europeiska kommissionen 2016. Country Report Sweden 2016 Including an In-Depth Review on the prevention and correction of macroeconomic imbalances. Rapport nr. N/A, 26 February.
- Eurostat 2015A. *Gross value added and income by A\*10 industry breakdowns* [nama\_10\_a10]. 22 september 2015
- Eurostat 2015B. *Employment by A\*10 industry breakdowns* [nama\_10\_a10\_e]. 22 september 2015
- Eurostat 2015C. *Non-financial transactions* [nasa\_10\_nf\_tr]. 2 oktober 2015.
- Financial Times 2014a Comment. 21 oktober.
- Financial Times 2014b. Central banks: Stockholm syndrome. 19 November.
- Finansdepartementet 2013a. Finansiell stabilitetspolitik – ett nytt politikområde under utveckling. Rapport nr. Ds 2013:45.
- Finansiella Stabilitetsr det 2015. 'Promemoria: Drivkrafter bakom hushållens skuldsättning'. Rapport nr. N/A, 3 juli
- Finansinspektionen 2013b. Delbetänkandet Att förebygga och hantera finansiella kriser. Rapport nr. SOU 2013:6, 23 maj.
- Finansinspektionen 2015a. Remisspromemoria: Förslag till nya regler om krav på amortering av bolån. Rapport nr. FI Dnr 14-16628, 11 mars.
- Finansinspektionen 2015b. FI g r inte vidare med amorteringskravet. pressmeddelande, 23 april.

- Finansinspektionen 2015c. *Den implicita statliga garantin till systemviktiga banker*, FI Analys, Nr. 1, 28 april.
- Finlayson, A. 2009. Financialisation, Financial Literacy and Asset-Based Welfare, *The British Journal of Politics & International Relations*, vol. 11, 400–421.
- Flyvbjerg B. 2006. Five Misunderstandings About Case-Study Research. *Qualitative Inquiry* 12(2): 219–245.
- Flyvbjerg, B. 2006. Five misunderstandings about case-study research, *Qualitative Inquiry*, vol. 12, nr. 2, 219–245.
- Folkhälsomyndigheten 2014. *Spel om pengar – ett folkhälsoproblem*.
- Forslund, D. 2008. *Hit med pengarna! Sparandets genealogi och den finansiella övertalningens vetandekunst*, Stockholm, Carlssons Bokförlag.
- Fraser, N. 2015. Legitimation Crisis? On the Political Contradictions of Financialized Capitalism. *Critical Historical Studies*, Fall 2015: 157–189.
- French S., Leyshon A. och Wainwright T. 2011. Financializing space, spacing financialization. *Progress in Human Geography* 35(6): 798–819.
- Froud, J., Johal, S., Leaver, A. och Williams, K. 2006. *Financialization and Strategy. Narrative and Numbers*. London & New York, Routledge.
- FSR 2014a. Protokoll från Finansiella Stabilitetsrådets möte. 10 februari.
- FSR 2014b. Protokoll från Finansiella Stabilitetsrådets möte. 23 maj.
- FSR 2014c. Protokoll från Finansiella Stabilitetsrådets möte. 11 november.
- FSR 2015a. Protokoll från Finansiella Stabilitetsrådets möte. 15 juni.
- FSR 2015b. Promemoria: Drivkrafter bakom hushållens skuldsättning. 3 juli.
- FSR 2015c. Protokoll från Finansiella Stabilitetsrådets möte., 16 december.
- FSR 2016a. Protokoll från Finansiella Stabilitetsrådets möte. 13 juni.
- FSR 2016b. Protokoll från Finansiella Stabilitetsrådets möte. 14 december.
- FSR 2017. Protokoll från Finansiella Stabilitetsrådets möte. 12 juni.
- Galati G och Moessner R 2013. Macroprudential Policy – A Literature Review. *Journal of Economic Surveys* 27(5): 846–878.
- Gamble, A. 2014. *Crisis without End? The Unravelling of Western Prosperity*, London, Palgrave Macmillan
- Goodfriend, M. och King, M. 2016. Review of the Riksbank's Monetary Policy 2010–2015. Stockholm: Riksdagstryckeriet. Rapport nr. 2015/16:RFR7, 19 January.
- Goodhart, C.A.E 2010. The changing role of central banks. *BIS Working Papers* 326: 1–23.
- Haldane A.G 2013. Why institutions matter (more than ever). Speech Available on: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2013/speech676.pdf>. Accessed on 21.12.2015.
- Harvey D. 2010. *The Enigma of Capital*. London: Profile.
- Hedin, K., Clark, E. Lundholm, E. och Malmberg, G. 2011. Neoliberalization of housing in Sweden: gentrification, filtering, and social polarization, *Annals of the Association of American Geographers*, vol. 102, nr. 2, 443–463.
- Hein E. 2012. *The Macroeconomics of Finance-dominated Capitalism—and its Crisis*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Henrekson, M. och Jakobsson, U. 2012. The Swedish corporate control model: convergence, persistence or decline?, *Corporate Governance: An International Review*, vol. 20, nr. 2, 212–227.
- Hudson, D. 2008. Developing Geographies of Financialisation: Banking the Poor and Remittance Securitisation, *Contemporary Politics*, vol. 14, 315–333.
- Håkansson, K. och Isidorsson, T. 2012. Work organizational outcomes of the use of temporary agency workers, *Organization Studies*, vol. 33, nr. 4, 487–505.

- IMF 2011. Sweden: Financial Sector Stability Assessment July 2011. Country report nr. 11/172
- IMF 2015. Sweden December 2015. IMF Country report nr. 15/329.
- IMF 2016. Sweden. Financial System Stability Assessment. IMF Country report nr. 16/355.
- Ingves S. 2016. Tid för omprövning – I huvudet på en centralbankschef. In: Nationalekonomiska föreningen, Handelshögskolan, Stockholm, 6 April.
- Jansson, A. 2013. "Real owners" and "common investors": institutional logics and the media as a governance mechanism, *Corporate Governance: An International Review*, vol. 21, nr. 1, 7–25
- Jansson, L. 2010. *Bemanningsföretag – en språngbräda för integration*, Stockholm, Svenskt Näringsliv
- Jessop, B. och Sum, N.L. 2006. *Beyond the Regulation Approach: Putting Capitalist Economies in their Place*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Jessop, B. 2007. *State Power: A Strategic-Relational Approach*, Cambridge: Polity
- Jessop B. 2016. *The State: Past, Present, Future*. Oxford: Polity.
- Jonung, L. 2017. Jakten på den stabila stabiliseringspolitiken, *Ekonomisk Debatt*, årg. 45, nr. 4, 26–40.
- Kallifatides, M. 2009. Review Essay: Financialization and Strategy. Narrative and Numbers, *Critical Discourse Studies*, vol. 6, 153–163.
- Kallifatides, M. 2016. Hur går det för Sverige?, *Ekonomisk Debatt*, vol. 44, nr. 5, 51–54.
- Kallifatides, M., Nachemson-Ekwall, S. och Sjöstrand, S.-E. 2010. *Corporate Governance in Modern Financial Capitalism. Old Mutual's Hostile Takeover of Skandia*, Cheltenham, UK & Northampton, MA, US, Edward Elgar.
- Katzenstein, P. J. 1985. *Small States in World Markets: Industrial Policy in Europe*, Ithaca, NY, Cornell University Press.
- Kiefer, D. and C. Rada. 2015. Profit maximising goes global: the race to the bottom, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 39, nr. 5, 1333–1350.
- KiJ (Kammarrätten i Jönköping) 2015. Remiss: Yttrande över promemorian Amorteringskrav. Rapport nr. 234-2015/51. 26 Oktober.
- Knafo, S. 2013. *The Making of Modern Finance: Liberal Governance and the Gold Standard*. London: Routledge.
- Konings, M. 2016. Governing the system: Risk, finance, and neoliberal reason. *European Journal of International Relations* 22(2): 268–288.
- Korpi, T. 2014. A Capital-Labor Accord on Financialization? The Growth and Impact of Alternative Investment Funds in Sweden. I H. Gospel, A. Pendleton, & S. Vitols (Eds.), *Financialisation, New Investment Funds, and Labour: An International Comparison* Oxford: Oxford University Press.
- Krippner, G. R. 2011. *Capitalizing on Crisis*, Cambridge, Harvard University Press
- Kronofogdemyndigheten 2015. *Betänkandet Överskudsättning i kreditsamhället?* (remissvar 23 Mars 2014).
- Kuisma, M. och Ryner, M. 2012. Third Way decomposition and the rightward shift in Finnish and Swedish politics. *Contemporary Politics*, vol. 18, nr. 3, 325–342.
- Langley, P. 2008, *The Everyday Life of Global Finance: Saving and Borrowing in Anglo-America*. Oxford University Press.
- Lapavistas C. et al. 2012. *Crisis in Eurozone*. London: Verso.
- Lapavistas, C. 2009. Financialised capitalism: crisis and financial expropriation, *Historical Materialism*, vol. 17, nr. 2, 114–148.
- Larsson, A. 2008. *Strategists – Free or Bound? On Individuality and Typicality among CEOs*, Linköping, Linköping University.



- LO 2016. *Den ekonomiska ojämlikheten i Sverige*. Landsorganisationen i Sverige, Stockholm (författare: Anna Almqvist).
- Lundberg, U. 2003. *Juvelen i kronan: Socialdemokraterna och den allmänna pensionen*. Stockholm, Hjalmarson & Högberg.
- Lööf, A. och Johansson, O. 2015. Debatt: Vi vill se över ränteavdraget. *Dagens Industri*, 2 september.
- Martin, R. 2002. *Financialization of Daily Life*, Philadelphia: Temple University Press.
- Milberg, W. 2008. Shifting Sources and Uses of Profits: Sustaining US Financialization with Global Value Chains, *Economy and Society*, vol. 37, 420–451.
- Michell, J. och Toporowski, J. 2013. Critical Observations on Financialization and the Financial Process, *International Journal of Political Economy*, vol. 42, 67–82.
- Montgomerie, J. och Young, B. 2011. 'Home is Where The Hardship is. Gender and Wealth (Dis)Accumulation in the Subprime Boom'. *CRESC Working Paper*. 79.
- Montgomerie, J. 2013. America's Debt Safety-Net, *Public Administration*, vol. 91, 871–888.
- Moody's 2016. Governments of Switzerland, Denmark & Sweden: Negative interest rates have unintended consequences, with Sweden most at risk of asset bubble. Announcement, 16 March.
- Mügge, D. 2014. Europe's regulatory role in post-crisis global finance. *Journal of European Public Policy*, vol. 21, 316–326.
- Nachemson-Ekwall, S. 2012. *An Institutional Analysis of Cross-border Hostile Takeovers. Shareholder value, short-termism and regulatory arbitrage on the Swedish stock market during the sixth takeover wave*, Stockholm: Stockholm School of Economics.
- Nordström, L. 2010. Swedish Fund Seen as a Model for Bank Bailouts, *Boston Globe*, 22 januari.
- Notermans, T. 1993. The abdication from national policy autonomy – why the macroeconomic policy regime has become so unfavorable to labor, *Politics & Society*, vol. 21, nr. 2, 133–167.
- Nyqvist, A. 2008. *Opening the Orange Envelope: Reform and Responsibility in the Remaking of the Swedish National Pension System*, Stockholm, Stockholm University Press
- OECD 2015. *OECD Economic Surveys: Sweden 2015*. Paris: OECD.
- OECD 2011. *Divided We Stand: Why Inequality Keeps Rising*. Available on: <http://www.oecd.org/els/social/inequality>
- OECD 2015. *OECD Economic Surveys SWEDEN*, March 2015
- OECD 2015. *Total tax revenue as percentage of GDP*. Available at <http://dx.doi.org/10.1787/tax-data-en>. Database accessed on 3 June 2015
- Ohlsson, C. 2007. *Folkets fonder? En textvetenskaplig studie av det svenska pensionssparandets domesticering*, Göteborg, Göteborg University Press.
- Olsaretti A. 2014. Beyond class: The many facets of Gramsci's theory of intellectuals. *Journal of Classical Sociology*, vol. 14, nr. 4, 363–381.
- Osinski J., Seal, K. och Hoogduin, L. 2013. Macroprudential and microprudential policies. Towards cohabitation. *IMF Staff Discussion Note* 13/05.
- Panitch, L., Gindin, S. and Aquanno, S.M. 2015. American empire and the relative autonomy of European capitalism, *Competition & Change*, vol. 19, nr. 2, 113–128
- Piketty, T. 2014. *Capital in the Twenty-First Century*. Cambridge, Mass.: Belknap Press of Harvard University Press.

- Peck, J. och Theodore, N. 2007. *Variegated Capitalism, Progress in Human Geography*, vol. 31, 731–772.
- Regeringen 2009. Överenskommelse mellan Regeringskansliet (Finansdepartementet), Sveriges Riksbank, Finansinspektionen och Riksgäldskontoret för samarbete om finansiell stabilitet och krishantering. Maj.
- Regeringen 2013. Kommittén för finansiell stabilitet. Beslut vid regeringssammanträde. Rapport nr. Dir 2013:120, 19 december.
- Regeringen 2017. Lagrådsremiss: Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning, [www.regeringen.se/494cc9/contentassets/c34c52bc-62904b2984784e2b94f1e6aa/riksbankens-finansiella-oberoende-och-balansrakning-utkast-till-lagratsremiss](http://www.regeringen.se/494cc9/contentassets/c34c52bc-62904b2984784e2b94f1e6aa/riksbankens-finansiella-oberoende-och-balansrakning-utkast-till-lagratsremiss)
- Reiter, J. 2003. Changing the microfoundations of corporatism: the impact of financial globalisation on Swedish corporate ownership, *New Political Economy*, vol. 8, nr. 1, 103–125
- Riksbanken 2012a. Penningpolitiskt protokoll. Rapport nr. 5, 24 oktober.
- Riksbanken 2012b. Penningpolitiskt protokoll. Rapport nr. 6, 17 december.
- Riksbanken 2013a. Remissyttrande om betänkandet Att förebygga och hantera finansiella Kriser SOU 2013:6. Rapport nr. Fi2013/329, 10 juni.
- Riksbanken 2013b. Remissyttrande om betänkandet Riksbankens finansiella oberoende. Rapport nr. SOU 2013:9. Rapport nr. Fi2013/484, 17 juni.
- Riksdagen 2011a. Översyn av regelverket för hantering av finansiella kriser. Rapport nr. Dir 2011:6', 3 februari.
- Riksdagen 2011b. Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning – översyn efter erfarenheter från den finansiella krisen. Rapport nr. Dir 2011:89, 13 oktober.
- Riksdagen 2015. Regeringens proposition: Genomförande av krishanteringsdirektivet. Rapport nr. 2015/16:5, 29 oktober.
- Riksgälden 2013a. Styrelsepromemoria: Upplåning för att tillgodose Riksbankens behov av valutaserv. Rapport nr. N/A, 22 januari.
- Riksgälden 2013b. Remissvar: Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning (SOU 2013:9). Rapport nr. Fi2013/484, 30 maj.
- Riksrevisionen 2014. *Primärvårdens styrning – efter behov eller efterfrågan?*, (RiR 2014:22), Stockholm: Riksrevisionen.
- Riksrevisionen 2015. 'Regeringens åtgärder mot överskuldssättning', pressmeddelande
- Rothstein, B. 2015. Getting to Sweden, Part II: Breaking with Corruption in the Nineteenth Century. *Scandinavian Political Studies* 38(3): 238–254.
- Ryner, M. J. 2002. *Capitalist Restructuring. Globalisation, and the Third Way: Lessons from the Swedish Model*, London, Routledge.
- Ryner, M. 2013. Swedish Trade Union Consent to Finance-Led Capitalism: A Question of Time. *Public Administration*, vol. 91, nr. 4, 823–839.
- Samverkansrådet 2012a. Protokoll från Samverkansrådets möte. Rapport nr. N/A, 24 februari.
- Samverkansrådet 2012b. Protokoll från Samverkansrådets möte. Rapport nr. N/A, 2 oktober.
- Samverkansrådet 2013a. Protokoll från Samverkansrådets möte. Rapport nr. N/A, 19 February.
- Samverkansrådet 2013b. Protokoll från Samverkansrådets möte. Rapport nr. N/A, 1 oktober.
- Sassen, S. 2001. *The Global City. New York, London, Tokyo* (andra uppl.), Princeton University Press.

- Sawyer, M. 2013. What Is Financialization?, *International Journal of Political Economy*, vol. 42, 5–18.
- Schnyder, G. 2012. Like a phoenix from the ashes? Reassessing the transformation of the Swedish political economy since the 1970s, *Journal of European Public Policy*, vol. 19, nr. 8, 1126–1145.
- Schmalz, S. och Ebenau, M. 2012. After Neoliberalism? Brazil, India, and China in the Global Economic Crisis, *Globalizations*, vol. 9, 487–501.
- Sjöstrand, S.-E., Berglund, T., Grönberg, L., Kallifatides, M., Poulfelt, F., Pöyry, S., och Sigurjonsson, O. 2016. *Nordic Corporate Governance. An Extensive In-Depth Study of Corporate Governance and Board Practices in 36 Large Companies*. Stockholm: Stockholm School of Economics Institute for Research.
- SNS 2016. Hur mycket kapital bör bankerna ha? Rapport nr. N/A, 9 mars.
- SOU (Statens offentliga utredningar) 2013:78, Överskuldsetting i kreditsamhället.
- Steinmo, S. 2010. *The Evolution of Modern States: Sweden, Japan, and the United States*. Cambridge University Press.
- Stenfors, A. 2014. Financialisation and the Financial and Economic Crises: The Case of Sweden, FESSUD Studies in Financial Systems No 27.
- Stockhammer, E. 2008. Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime, *Competition & Change*, vol. 12, nr. 2, 184–202.
- Stockhammer, E., Durand, C. och List, L. 2016. European growth models and working class restructuring. An international post-Keynesian political economy perspective, *Environment and Planning A*, doi: 10.1177/0308518x16646373.
- Sum, N.L. och Jessop, B. 2013. *Towards a Cultural Political Economy: Putting Culture in its Place in Political Economy*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Svenska Dagbladet 2015a. Ingves: regeringen kan skrota ränteavdraget. 13 april.
- Svenska Dagbladet 2015b. Löfvens besked: Vi rör inte ränteavdraget. 14 april.
- Svenska Dagbladet 2015c. Magdalena Andersson tänker inte slopa ränteavdraget. 20 april.
- Svensson, L.E.O 2014a. De senaste årens penningpolitik – »leaning against the wind«. *Ekonomisk Debatt* 42: 6–24.
- Svensson L.E.O 2014b. Riksbanken, målpuffyllelsen och den demokratiska kontrollen. *Ekonomisk Debatt* 42: 54–66.
- Svensson, T. 2001. *Marknadsanpassningens politik: Den svenska modellens förändring 1980–2000*, Uppsala, Acta Universitatis Upsaliensis.
- Sveriges Radio 2015. Bankerna vill skrota ränteavdraget. Intervju med Hans Lindberg, Svenska Bankföreningen, 18 oktober.
- Sveriges Riksbank 2013. 'Remissyttrande om betänkandet Att förebygga och hantera finansiella kriser' (SOU 2013:6), Stockholm: Sveriges Riksbank
- Sveriges Riksbank 2015. *Finansiell stabilitet*, 2015:1.
- Tengblad, S. 2004. Expectations of alignment: examining the link between financial markets and managerial work, *Organization Studies*, vol. 25, nr. 4, 583–606.
- Thompson, P. och Harley, B. 2012. Beneath the Radar? A Critical Realist Analysis of 'the Knowledge Economy' and 'Shareholder Value' as Competing Discourses, *Organization Studies*, vol. 33, 1363–1381.
- Underhill G.R.D 2015. The Emerging Post-Crisis Financial Architecture: The Path-Dependency of Ideational Adverse Selection. *British Journal of Politics and International Relations* vol. 17, 461–493.
- van der Zwan, N. 2014. Making sense of financialization, *Socio-Economic Review*, vol. 12, nr. 1, 99–129.

- Vidal, M. 2015. Postfordism as a dysfunctional accumulation regime: a comparative analysis of the US, UK and Germany, *Work, Employment & Society*, 27, 3, 451–471
- Wall Street Journal* 2015. Swedish Inflation Heading in Right Direction, Riksbank Governor Stefan Ingves Says. 21 april.
- Watson, M. 2002. The institutional paradoxes of monetary orthodoxy: reflections on the political economy of central bank independence, *Review of International Political Economy*, vol. 9, nr. 1, 183–196.
- Wetterberg, G. 2010. *Axel Oxenstierna: makten och klokskapen*. Stockholm: Atlantis.
- Young, K. 2014. Losing abroad but winning at home: European financial industry groups in global financial governance since the crisis. *Journal of European Public Policy*, vol. 21, nr. 3, 367–388.
- Wirtschaftswoche* (2015) Schwedischer Zentralbankchef: Kein Beitritt zur Euro-Zone. 11 April.
- Wood, G., Dibben, P. and Ogden, S. 2014. Comparative capitalism without capitalism, and production without workers: The limits and possibilities of contemporary institutional analysis, *International Journal of Management Reviews*, vol. 16, nr.4, 384–396
- Young K. 2014. Losing abroad but winning at home: European financial industry groups in global financial governance since the crisis. *Journal of European Public Policy*, vol. 21, nr. 3, 367–388.

# Noter

- 1 Med "reala sektorn" avser vi produktion och konsumtion av varor och icke-finansiella tjänster. Den "finansiella sektorn" avser penningtransaktioner, finansiellt sparande och kreditgivning.
- 2 Regeringen 2017. Lagrådsremiss: Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning, <http://www.regeringen.se/494cc9/contentassets/c34c52bc-62904b2984784e2b94f1e6aa/riksbankens-finansiella-oberoende-och-balansrakning-utkast-till-lagratsremiss>
- 3 Harvey, D. 2010. *The Enigma of Capital: and the Crises of Capitalism*. London: Profile Books.
- 4 Lapavistas, C. 2009. Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation, *Historical Materialism*, vol. 17, 114-148; Montgomerie, J. 2013. America's Debt Safety-Net, *Public Administration*, vol. 91, 871-888; Piketty, T. 2014. *Capital in the Twenty-First Century*. Cambridge, Mass.: Belknap Press of Harvard University Press.
- 5 Schmalz, S. och Ebenau, M. 2012. After Neoliberalism? Brazil, India, and China in the Global Economic Crisis, *Globalizations*, vol. 9, 487-501.
- 6 Thompson, P. och Harley, B. 2012. Beneath the Radar? A Critical Realist Analysis of 'the Knowledge Economy' and 'Shareholder Value' as Competing Discourses, *Organization Studies*, vol. 33, 1363-1381.
- 7 Blyth, M. 2013. *Austerity: The History of a Dangerous Idea*. Oxford University Press.
- 8 Gamble, A. 2014. *Crisis without End? The Unravelling of Western Prosperity*. London: Palgrave Macmillan.
- 9 Nordström, L. 2010. Swedish Fund Seen as a Model for Bank Bailouts, *Boston Globe*, 22 januari.
- 10 Steinmo, S. 2010. *The Evolution of Modern States: Sweden, Japan, and the United States*. Cambridge University Press.
- 11 Erixon, L. 2011. Under the Influence of Traumatic Events, New Ideas, Economic Experts and the ICT Revolution – The Economic Policy and Macroeconomic Performance of Sweden in the 1990s and 2000s, *Comparative Social Research*, vol. 28, 265-330.
- 12 Bland de fåtal akademiska arbeten som använder begreppet och som pekar på den samlande inverkan av dessa socioekonomiska omvandlingar finner vi Belfrage, C. 2008. Towards Universal Financialisation' in Sweden?, *Contemporary Politics*, vol. 14, 277-296; och Kallifatides, M. Nachemson-Ekwall, S. och S.-E. Sjöstrand 2010. *Corporate Governance in Modern Financial Capitalism. Old Mutual's Hostile Takeover of Skandia*. Cheltenham, UK & Northampton, MA, US: Edward Elgar.
- 13 Schnyder, G. 2012. Like a Phoenix from the Ashes? Reassessing the Transformation of the Swedish Political Economy since the 1970s, *Journal of European Public Policy*, vol. 19, 1126-1145.
- 14 Se till exempel debatten som pågått i det främsta debattforumet för svenska nationalekonomer, L. E. O. Svensson 2014. Riksbanken, måluppfyllelsen och den demokratiska kontrollen, *Ekonomisk Debatt*, vol. 42, nr. 4, 54-66.
- 15 Regeringen, 2017, *ibid*.
- 16 Bergh, A. 2014. What are the policy lessons from Sweden? On the rise, fall and revival of a capitalist welfare state, *New Political Economy*, vol. 19, nr. 5, 662-94.
- 17 Schnyder, 2012, *ibid*. Stenfors, 2014, *ibid*.

- 18 Andersson, F. and Jonung, L. 2015. Krasch, boom, krasch? Den svenska kreditykeln, *Ekonomisk Debatt*, vol. 43, nr. 8, 17–31.
- 19 Belfrage, C. och Kallifatides, M. (under granskning). *Financialization and the New Swedish Model*, Cambridge Journal of Economics.
- 20 Erixon, 2011, *ibid.*
- 21 IMF 2016. Sweden. Financial System Stability Assessment. IMF Country Report, nr. 16/355; Se LO 2016. *Den ekonomiska ojämlikheten i Sverige*. Stockholm: Landsorganisationen i Sverige (författare: Anna Almqvist) för en detaljerad bild av inkomst- och förmögenhetsfördelning i Sverige.
- 22 Andersson och Jonung, 2015, *ibid.*
- 23 Riksdagen, 2011a.
- 24 Regeringen, 2009.
- 25 Riksdagen, 2011b.
- 26 Riksgälden, 2013a, 2013b.
- 27 Riksbanken 2013b.
- 28 Riksbanken, 2012c, 2012d, 2013c, 2013d.
- 29 Riksbanken, 2013a; Finansinspektionen, 2013b.
- 30 Dagens Industri, 2013.
- 31 Regeringen, 2013.
- 32 Riksgälden 2013b.
- 33 FSR 2014a.
- 34 FSR 2014c.
- 35 FSR 2015a; se även FSR 2015b, 2015c.
- 36 FSR 2014b, 2014c, 2015a, 2015b.
- 37 Finansinspektionen 2015a.
- 38 KiJ (Kammarrätten i Jönköping) 2015.
- 39 Finansinspektionen 2015b.
- 40 Finansinspektionen 2015a.
- 41 Svensson, 2014, *ibid.*; Riksbanken, 2012a, 2012b.
- 42 *Financial Times*, 2014a; Svensson, 2014a, 2014b.
- 43 *Financial Times*, 2014b.
- 44 *Wirtschaftswoche* 2015.
- 45 *Wall Street Journal* 2015.
- 46 FSR 2015a: 2.
- 47 *Dagens Nyheter* 2015a.
- 48 *Dagens Nyheter*, 2015b.
- 49 IMF 2011, 2015; OECD 2015; Europeiska Kommissionen 2016.
- 50 Moody's 2016, s. 1.
- 51 Sveriges Radio, 2015; Eklund, 2014.
- 52 Björklund och Ullenhag, 2015; Lööf och Johansson, 2015.
- 53 *Svenska Dagbladet*, 2015a
- 54 *Dagens Nyheter*, 2015c
- 55 FSR 2015b
- 56 FSR 2015c: 4
- 57 FSR 2015c: 4
- 58 FSR 2015c: 2
- 59 FSR 2015c, s. 8.
- 60 Se FSR 2015c, s. 11, Figur X.
- 61 FSR 2015c, s. 5.
- 62 FSR 2015c, s. 12; se även Moody's i Riksdagen, 2015.
- 63 SNS 2016
- 64 FSR 2016a; *Dagens Nyheter*, 2016.

- 65 IMF 2016.
- 66 Goodfriend och King, 2016
- 67 FSR 2016b, s. 5.
- 68 FSR 2016b, s. 6.
- 69 FSR 2016b, s. 7.
- 70 FSR 2016b, s. 12.
- 71 FSR 2017b, s. 1.
- 72 Finansinspektionen 2015c. Den implicita statliga garantin till systemviktiga banker, FI Analys, Nr. 1, 28 april.
- 73 van der Zwan, N. 2014. Making Sense of Financialization, *Socio-Economic Review*, vol. 12, 99–129.
- 74 French, S., Leyshon, A. och Wainwright, T. 2011. Financializing Space, Spacing Financialization, *Progress in Human Geography*, vol. 35, 798–819.
- 75 Såsom i Saskia Sassens utforskning av de tre verkligt globala städerna. Sassen, S. 2001. *The Global City. New York, London, Tokyo* (andra uppl.), Princeton University Press.
- 76 Se Hudson, D. 2008. Developing Geographies of Financialisation: Banking the Poor and Remittance Securitisation, *Contemporary Politics*, vol. 14, 315–333. För den europeiska periferin, se Becker, J., Jäger, J., Leubolt, B. och Weissenbacher, R. 2010. Peripheral Financialization and Vulnerability to Crisis: A Regulationist Perspective, *Competition & Change*, vol. 14, 225–247.
- 77 Peck, J. och Theodore, N. 2007. Variegated Capitalism, *Progress in Human Geography*, vol. 31, 731–772.
- 78 Knafo, S. 2013. *The Making of Modern Finance: Liberal Governance and the Gold Standard*. London: Routledge.
- 79 En resonerande sammanfattning av denna litteratur finns i Sawyer, M. 2013. What Is Financialization?, *International Journal of Political Economy*, vol. 42, 5–18.
- 80 Milberg, W. 2008. Shifting Sources and Uses of Profits: Sustaining US Financialization with Global Value Chains, *Economy and Society*, vol. 37, 420–451.
- 81 Froud, J., Johal, S., Leaver, A. och Williams, K. 2006. *Financialization and Strategy. Narrative and Numbers*. London & New York, Routledge pekar på exemplet General Electric. Vid millenieskiftet hade denna tidigare amerikanska industrijätte omvandlats till en betydande global finansiell institution. Utförliga kommentarer finns i Kallifatides, M. 2009. Review Essay: Financialization and Strategy. Narrative and Numbers, *Critical Discourse Studies*, vol. 6, 153–163.
- 82 Betydande bidrag här är Martin, R. 2002. *Financialization of Daily Life*, Philadelphia: Temple University Press, 2002; Erturk, I., Froud, J., Johal, S., Leaver, A. och Williams, K. 2007. The Democratization of Finance? Promises, outcomes and conditions, *Review of International Political Economy*, vol. 14, 553–575; Langley, P. 2008, *The Everyday Life of Global Finance: Saving and Borrowing in Anglo-America*. Oxford University Press.
- 83 Lapavistas, *ibid*; J. Montgomerie och Young, B. 2011. 'Home is Where The Hardship is. Gender and Wealth (Dis)Accumulation in the Subprime Boom'. *CRESC Working Paper*. 79.
- 84 Finlayson, A. 2009. Financialisation, Financial Literacy and Asset-Based Welfare, *The British Journal of Politics & International Relations*, vol. 11, 400–421.
- 85 Boyer, R. 2000. 'Is a Finance-Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis', *Economy and Society*, vol. 29, 111–145.



- 86 Martin, *ibid*, Langley, *ibid*.
- 87 Erturk et al, *ibid*.
- 88 Belfrage, *ibid*. Kallifatides et al., *ibid*.
- 89 Michell, J. och Toporowski, J. 2013. Critical Observations on Financialization and the Financial Process, *International Journal of Political Economy*, vol. 42, 67-82.
- 90 K. Marx, *Capital*, Volume III, 1895/1990, p. 919.
- 91 Harvey, 2010, *ibid*.; French et al., 2011, *ibid*.
- 92 Engelen E., I. Ertürk, J. Froud, S. Johal, A. Leaver, M. Moran och Williams, K. (2012) Misrule of experts? The financial crisis as elite debacle, *Economy and Society*, vol. 41, nr. 3, 360–382.
- 93 Stockhammer, E. 2008. Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime, *Competition & Change*, vol. 12, nr. 2, 184–202; Hein E. 2012. *The Macroeconomics of Finance-dominated Capitalism—and its Crisis*. Cheltenham: Edward Elgar.
- 94 Panitch, L., Gindin, S. and Aquanno, S.M. 2015. American empire and the relative autonomy of European capitalism, *Competition & Change*, vol. 19, nr. 2, 113–128.
- 95 Engelen E., I. Ertürk, J. Froud, S. Johal, A. Leaver, M. Moran och Williams, K. (2012) Misrule of experts? The financial crisis as elite debacle, *Economy and Society*, vol. 41, nr. 3, 360–382.
- 96 Lapavistas C. et al. 2012. *Crisis in Eurozone*. London: Verso.
- 97 Bowman, A., I. Erturk, J. Froud, S. Johal, A. Leaver, M. Moran och Williams, K. (2012) Central bank-led capitalism?, *Seattle University Law Review* 36: 455–487; Bieling H.-J. 2014. Shattered expectations: the defeat of European ambitions of global financial reform. *Journal of European Public Policy* 21(3): 346–366.
- 98 Christophers, B. 2016. Geographies of finance III: Regulation and "after-crisis" financial futures. *Progress in Human Geography*, vol. 40, nr. 1, 138–148.
- 99 Borio C. och Drehmann M. 2009. Towards an operational framework for financial stability: "fuzzy" measurement and its consequences. *BIS Working Papers* 284.
- 100 Baker A. 2013. The new political economy of the macroprudential ideational shift. *New Political Economy* vol. 18, nr. 1, 112–139.
- 101 Watson, M. 2002. The institutional paradoxes of monetary orthodoxy: reflections on the political economy of central bank independence, *Review of International Political Economy*, vol. 9, nr. 1, 183–196.
- 102 Borio C (2010) Implementing a macroprudential framework: Blending boldness and realism. Keynote Speech delivered at the HKIMR-BIS conference, 5-6 juli. Finns på: <http://www.bis.org/repofficepubl/hkimr201007.12c.pdf>. Nedladdad 20 december 2015; Haldane AG (2013) Why institutions matter (more than ever). Finns på: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2013/speech676.pdf>. Nedladdad 21 december 2015.
- 103 Bieling H.-J. 2013. European financial capitalism and the politics of (de-) financialisation. *Competition and Change*, vol. 17, nr. 3, 283–98.
- 104 Osinski J, Seal K. och Hoogduin, L. 2013. *Macroprudential and microprudential policies. Towards cohabitation*. IMF Staff Discussion Note 13/05, s. 23.
- 105 Konings, M. 2016. Governing the system: risk, finance, and neoliberal reason. *European Journal of International Relations*, vol. 22, nr. 2, 268–288.
- 106 Galati, G. och Moessner, R. 2013. Macroprudential policy – a literature review. *Journal of Economic Surveys* vol. 27, nr. 5, 846–878.

- 107 Galati and Moessner, *ibid*: 854-9.
- 108 Underhill, G.R.D. 2015. The emerging post-crisis financial architecture: the path-dependency of ideational adverse selection. *British Journal of Politics and International Relations*, vol. 17, 461–493.
- 109 Se de ursprungliga förslagen i De Larosi re, J. 2009. Report. Brussels: European Commission. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf). Dessa förslag var i linje med vad Burnham ben mner "avpolitisering". Se Burnham, P. 2014. Depoliticisation: economic crisis and political management. *Policy & Politics*, vol. 42, nr. 2, 189–206.
- 110 ESRB (2015) Report on residential real estate and financial stability in the EU. Report nr. N/A, 28 December.
- 111 Goodhart, C. A. E. 2010. The changing role of central banks. *BIS Working Papers* 326: 1–23.
- 112 Borio, 2010, *ibid*; Haldane, 2013, *ibid*.
- 113 Watson, 2002, *ibid*.
- 114 Galati and Moessner, 2013, *ibid*: 858–859
- 115 Stockhammer E., Durand, C. och List, L. 2016. European growth models and working class restructuring. An International post-Keynesian Political Economy perspective. *Environment and Planning A*. Epub ahead of print 3 May 2016. DOI: 10.1177/0308518X16646373.
- 116 Bieling, 2013, *ibid*.
- 117 Young, K. 2014. Losing abroad but winning at home: European financial industry groups in global financial governance since the crisis. *Journal of European Public Policy*, vol. 21, nr. 3, 367–388.
- 118 M gge, D. 2014. Europe's regulatory role in post-crisis global finance. *Journal of European Public Policy*, vol. nr. 21, 316–326.
- 119 Christophers, B. 2016. Geographies of finance III: Regulation and "after-crisis" financial futures. *Progress in Human Geography*, vol. 40, nr. 1, 138–148.
- 120 Wood, G., Dibben, P., och Ogden, S. 2014. Comparative Capitalism without Capitalism, and Production without Workers: The Limits and Possibilities of Contemporary Institutional Analysis. *International Journal of Management Reviews*, vol. 16, nr. 4, 384–396. Citat från sidan 391.
- 121 Den tidiga regleringsteorin (Aglietta, 1979) har kritiserats för ett flertal brister (se t ex Dannreuther, 2006). Teorin har stegvis lämnat ett alltför ensidigt fokus på tv rnitssj mf relser och fokus på nationalstaten och förädlats genom större känslighet för rumslig variation och f r gränsöverskridande dynamik (Bieling et al. 2016), vidareutvecklat begreppsbyggandet av de strukturella formerna och samtidigt sökt att undvika ekonomistiska förklaringar till finansialiseringen (Durand and Keucheyan, 2015), bemött kritik om funktionalism (Vidal, 2015), och utvecklat f rst elseramen f r krisförlopp i politik och samhälle (t ex Belfrage, 2015). Bob Jessops insatser har varit centrala, inte minst vad gäller att adressera statens roll (t ex Jessop, 2007) och på senare tid länka förståelsen av ekonomi, finanskriser och konstruktionen av " terh mtning" också till semiotik inom ramen för en "kulturell politisk ekonomi" (t ex Sum and Jessop, 2013).
- 122 Bieling H.-J., Jäger, J. och Ryner, M. (2016) Regulation Theory and the Political Economy of the European Union. *Journal of Common Market Studies*, vol. 54, nr. 1, 53–69.
- 123 Becker, J., Jäger, J., Leubolt, B., och Weissenbacher, R. 2010. Peripheral Financialization and Vulnerability to Crisis: A Regulationist Perspective. *Competition & Change*, vol. 14, nr. 3–4, 225–247.
- 124 Den s  kallade v rldssystemteorin använder sedan l nge dessa begrepp för

- att gestalta olika kapitalistiska imperier i historien. Arrighi, G. och Silver, B. J. 2001. Capitalism and world (dis)order. *Review of International Studies*, vol. 27, nr. 5, 257–279.
- 125 van der Zwan, N. 2014. Making sense of financialization, *Socio-Economic Review*, vol. 12, nr. 1, 99–129. Citat från sidan 104.
- 126 Durand, C. och Keutcheyan, R. 2015. Financial hegemony and the unachieved European state, *Competition & Change*, vol. 19, nr. 2, 129–144.
- 127 van der Zwan *ibid* för en gedigen överblick över dessa olika skalor.
- 128 Bieling et al. *ibid*.
- 129 Boyer, R. 2000. Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis, *Economy and Society*, vol. 29, nr. 1, 111–145
- 130 Bieling et al., *ibid*. Bengtsson, E. och Ryner, M. 2015. The (International) Political Economy of Falling Wage Shares: Situating Working-Class Agency. *New Political Economy*, vol. 20, nr. 3, 406–430.
- 131 Stockhammer, E., Durand, C. och List, L. 2016. European growth models and working class restructuring. An international post-Keynesian political economy perspective, *Environment and Planning A*, doi:10.1177/0308518x16646373
- 132 Jonung, L. 2017. Jakten på den stabila stabiliseringspolitiken, *Ekonomisk Debatt*, årg. 45, nr. 4, 26–40.
- 133 Bieling et al, *ibid*.
- 134 Bergh, A. 2014. What are the policy lessons from Sweden? On the rise, fall and revival of a capitalist welfare state, *New Political Economy*, vol. 19, nr. 5, 662–94; cf. Steinmo, S. 2010. *The Evolution of Modern States: Sweden, Japan, and the United States*, Cambridge, Cambridge University Press; cf. Baccaro, L. and Pontusson, J. 2016. Rethinking comparative political economy: the growth model perspective, *Politics & Society*, vol. 44, nr. 2, 175–207.
- 135 OECD. 2015. *OECD Economic Surveys SWEDEN*, March 2015
- 136 OECD. 2011. *Divided We Stand: Why Inequality Keeps Rising*. <http://www.oecd.org/els/social/inequality>
- 137 Panitch, L., Gindin, S. och Aquanno, S.M. 2015. American empire and the relative autonomy of European capitalism, *Competition & Change*, vol. 19, nr. 2, 113–128.
- 138 Bergh, A. 2014. What are the policy lessons from Sweden? On the rise, fall and revival of a capitalist welfare state, *New Political Economy*, vol. 19, nr. 5, 662–94. Steinmo, S. 2010. *The Evolution of Modern States: Sweden, Japan, and the United States*, Cambridge, Cambridge University Press.
- 139 Baccaro, L. and Pontusson, J. 2016. Rethinking comparative political economy: the growth model perspective, *Politics & Society*, vol. 44, nr. 2, 175–207.
- 140 Pontusson and Baccaro, *ibid*; cf. Kiefer, D. & C. Rada. 2015. Profit maximising goes global: the race to the bottom. *Cambridge Journal of Economics*, vol. 39, nr. 5, 1333–1350.
- 141 e.g. Boyer, *ibid*.
- 142 Belfrage, C. and Ryner M, 2009. Renegotiating the Swedish social democratic settlement: from pension fund socialism to neoliberalization, *Politics & Society*, vol. 37, nr. 2, 257–287; Kallifatides, M. 2016. Hur går det för Sverige?, *Ekonomisk Debatt*, vol. 44, nr. 5, 51–54; cf. Andersson, F. och Jonung, L. 2015. Krasch, boom, krasch? Den svenska kreditcykeln, *Ekonomisk Debatt*, vol. 43, nr. 8, 17–31.
- 143 Schnyder, G. 2012. Like a phoenix from the ashes? Reassessing the transformation of the Swedish political economy since the 1970s, *Journal*

- of European Public Policy*, vol. 19, nr. 8, 1126–1145; Stenfors, A. 2014. Financialisation and the Financial and Economic Crises: The Case of Sweden, FESSUD Studies in Financial Systems No 27.
- 144 Notermans, T. 1993. The abdication from national policy autonomy – why the macroeconomic policy regime has become so unfavorable to labor, *Politics & Society*, vol. 21, nr. 2, 133–167; Svensson, T. 2001. *Marknadsanpassningens politik: Den svenska modellens förändring 1980–2000*, Uppsala, Acta Universitatis Upsaliensis; Ryner, M. J. 2002. *Capitalist Restructuring. Globalisation, and the Third Way: Lessons from the Swedish Model*, London, Routledge; Belfrage och Ryner, *ibid*; Erixon, L. 2011. Under the influence of traumatic events, new Ideas, economic experts and the ICT revolution – the economic policy and macroeconomic performance of Sweden in the 1990s and 2000s, *Comparative Social Research*, vol. 28, 265–330; Schnyder, *ibid*; Stenfors, *ibid*.
- 145 Andersson, J. 2014. Losing social democracy. Reflections on the erosion of a paradigmatic case of social democracy, pp. 116–31 i Bailey, D. et al. (red.), *European Social Democracy During the Global Economic Crisis Renovation or Resignation?* Manchester, Manchester University Press.
- 146 Amable, B. 2011. Morals and politics in the ideology of neo-liberalism, *Socio-Economic Review*, vol. 9, 3–30. Ryner, M. 2013. Swedish Trade Union Consent to Finance-Led Capitalism: A Question of Time. *Public Administration*, vol. 91, nr. 4, 823–839. Bengtsson, E. och Ryner, M. 2015. The (International) Political Economy of Falling Wage Shares: Situating Working-Class Agency. *New Political Economy*, vol. 20, nr. 3, 406–430.
- 147 Bergh, 2014 *ibid*; cf. Steinmo, 2010 *ibid*; cf. Schnyder, 2012 *ibid*; cf. Baccaro and Pontusson 2016, *ibid*.
- 148 Ericsson, 2011, *ibid*, s. 307.
- 149 För en allmän beskrivning av dessa finansmarknadsaktörer, se Se Erturk I., Froud J., Johal S., Leaver, A. och Williams, K. 2010. Ownership matters: private equity and the political division of ownership, *Organization*, vol. 17, 543–561; samt för en översikt av utvärderingar av hur alternativa investeringsfonder agerar som företagsägare i just Sverige, Korpi, T. 2014. A Capital-Labor Accord on Financialization? The Growth and Impact of Alternative Investment Funds in Sweden. I H. Gospel, A. Pendleton, & S. Vitols (Eds.), *Financialisation, New Investment Funds, and Labour: An International Comparison* Oxford: Oxford University Press.
- 150 Buendía, L. och Palazuelos E. 2014. Economic growth and welfare state: a case study of Sweden, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 38, nr. 4, 761–777.
- 151 OECD, 2011, 2015, *ibid*.
- 152 Epstein G. A. (red.) 2005. *Financialization and the World Economy*. Cheltenham, UK & Northampton, US: Edward Elgar.
- 153 Schnyder, 2012, *ibid*, s. 1136.
- 154 Sveriges Riksbank 2015. *Finansiell stabilitet*, 2015:1, s. 5.
- 155 Egna beräkningar baserade på SCBs rapportering till Eurostat (Gross value added at basic prices and gross domestic product at market prices, annual, namain\_t0101\_a, och Employment by industry, annual, namain\_t0303\_a). Uppgifterna om antalet arbetade timmar gäller år 2015.
- 156 Sverige Riksbank, 2017, *Finansiell stabilitet* 2017:1, s. 15.
- 157 Beräkningar baserade på Eurostat 2015C. Non-financial transactions [nasa\_10\_nf\_tr]. 2 oktober 2015
- 158 Finansinspektionen, 2015. Den implicita statliga garantin till systemviktiga banker, *FI Analys*, Nr. 1, 28 april 2015.

- 159 Detta är, som en anonym granskare i facktidskriften *Cambridge Journal of Economics* har påtalat, endast en försiktig uppskattning av värdet då vi inte med säkerhet kan veta om inte dessa garantier har förhindrat en konkurs i någon bank, något som i så fall innebär att värdet av garantin är betydligt större.
- 160 Steinmo 2010, *ibid.*
- 161 Kallifatides, M., Nachemson-Ekwall, S. och Sjöstrand, S.-E. 2010. *Corporate Governance in Modern Financial Capitalism. Old Mutual's Hostile Takeover of Skandia*. Cheltenham, UK & Northampton, MA, US: Edward Elgar
- 162 Kallifatides et al, 2010, *ibid.*
- 163 Collin, S.-O. 1998. Why are these islands of conscious power found in the ocean of ownership? Institutional and governance hypotheses explaining the existence of business groups in Sweden, *Journal of Management Studies*, vol. 35, nr. 6, 719–746; Agnblad, J., Berglöf, E., Högföldt, P. och Svancar, H. 2001. *Ownership and Control in Sweden: Strong Owners, Weak Minorities and Social Control*, ss. 228–58, i F. Barca och Becht, M. (red.), *The Control of Corporate Europe*, Oxford, Oxford University Press.
- 164 Ryner, M. J. 2002. *Capitalist Restructuring. Globalisation, and the Third Way: Lessons from the Swedish Model*, London, Routledge.
- 165 Reiter, J. 2003. Changing the microfoundations of corporatism: the impact of financial globalisation on Swedish corporate ownership, *New Political Economy*, vol. 8, nr. 1, 103–125.
- 166 Nachemson-Ekwall, S. 2012. *An Institutional Analysis of Cross-border Hostile Takeovers. Shareholder value, short-termism and regulatory arbitrage on the Swedish stock market during the sixth takeover wave*, Stockholm, Stockholm School of Economics.
- 167 e.g. Henrekson, M. och Jakobsson, U. 2012. The Swedish corporate control model: convergence, persistence or decline?, *Corporate Governance: An International Review*, vol. 20, nr. 2, 212–227.
- 168 Collin, 1998, *ibid.*; Reiter, 2003, *ibid.*
- 169 Jansson, A. 2013. "Real owners" and "common investors": institutional logics and the media as a governance mechanism, *Corporate Governance: An International Review*, vol. 21, nr. 1, 7–25.
- 170 Tengblad, S. 2004. Expectations of alignment: examining the link between financial markets and managerial work, *Organization Studies*, vol. 25, nr. 4, 583–606.
- 171 Blom, M. 2007. *Aktiemarknadsorienteringens ideologi*, Lund, Lunds Universitet; Larsson, A. 2008. *Strategists – Free or Bound? On Individuality and Typicality among CEOs*, Linköping, Linköping University.
- 172 Devore, M.R. 2015. Defying convergence: globalisation and varieties of defence-industrial capitalism, *New Political Economy*, vol. 20, nr. 4, 569–593.
- 173 Henrekson and Jacobson, 2012, *ibid.*
- 174 Kallifatides et al, 2010, *ibid.*; Korpi, T. 2014. *A Capital-Labor Accord on Financialization? The Growth and Impact of Alternative Investment Funds in Sweden*. I H. Gospel, A. Pendleton, & S. Vitols (Eds.), *Financialisation, New Investment Funds, and Labour: An International Comparison* Oxford: Oxford University Press; Sjöstrand, S.-E., Berglund, T., Grönberg, L., Kallifatides, M., Poulfelt, F., Pöyry, S., och Sigurjonsson, O. 2016. *Nordic Corporate Governance. An Extensive In-Depth Study of Corporate Governance and Board Practices in 36 Large Companies*. Stockholm: Stockholm School of Economics Institute for Research.

- 175 Belfrage C. 2015. *The Unintended Consequences of Financialisation: Social democracy hamstrung? The pensions dilemma, Economic and Industrial Democracy*, doi:10.1177/0143831x15586070
- 176 Lundberg, U. 2003. *Juvelen i kronan: Socialdemokraterna och den allmänna pensionen*. Stockholm, Hjalmarson & Högberg.
- 177 Belfrage, C. och Ryner, M. 2009. Renegotiating the Swedish social democratic settlement: from pension fund socialism to neoliberalization, *Politics & Society*, vol. 37, nr. 2, 257–287; Belfrage, C. 2008. Towards 'universal financialisation' in Sweden?, *Contemporary Politics*, vol. 14, nr. 3, 277–296.
- 178 Ohlsson, C. 2007. *Folkets fonder? En textvetenskaplig studie av det svenska pensionssparandets domesticering*, Göteborg, Göteborg University Press; Nyqvist, A. 2008. *Opening the Orange Envelope: Reform and Responsibility in the Remaking of the Swedish National Pension System*, Stockholm, Stockholm University Press; Forslund, D. 2008. *Hit med pengarna! Sparandets genealogi och den finansiella övertalningens vetandekonst*, Stockholm: Carlsons Bokförlag.
- 179 Engström, S. 2013. 'Vägval för premiepensionen', Ds 2013:35, Stockholm: Finansdepartementet/Socialdepartementet; Barr, N. 2013. 'The Pension System in Sweden'. Report to the Expert Group on Public Economics, 2013:7, Stockholm, Swedish Ministry of Finance.
- 180 Belfrage, 2008, *ibid*; Belfrage and Ryner, 2009, *ibid*.
- 181 Hedin, K., Clark, E. Lundholm, E. and Malmberg, G. 2011. Neoliberalization of housing in Sweden: gentrification, filtering, and social polarization, *Annals of the Association of American Geographers*, vol. 102, nr. 2, 443–463.
- 182 Christophers, B. 2013. A monstrous hybrid: the political economy of housing in early twenty-first century Sweden, *New Political Economy*, vol. 18, nr. 6, 885–911, p. 888.
- 183 Christophers, 2013, *ibid*.
- 184 Kenn citerad i Christophers, *ibid.*, p. 887.
- 185 Andersson, R. och L.M. Turner. 2014. Segregation, gentrification, and residualisation: from public housing to market-driven housing allocation in inner city Stockholm, *International Journal of Housing Policy*, vol. 14, nr. 1, 3–29.
- 186 Eklund K. 2014. *Bokriskommitténs rapport. en fungerande bostadsmarknad – en reformagenda*. Bokriskommittén: Stockholm.
- 187 Sveriges Riksbank 2015, *ibid.*, p. 4, diagram 1:3.
- 188 Andersson, J. 2014. Losing social democracy. Reflections on the erosion of a paradigmatic case of social democracy, pp. 116–31 i Bailey, D. et al. (red.), *European Social Democracy During the Global Economic Crisis Renovation or Resignation?* Manchester, Manchester University Press; Riksrevisionen 2014. Primärvårdens styrning – efter behov eller efterfrågan?, (RiR 2014:22), Stockholm: Riksrevisionen.
- 189 Bunedia och Palazuelos, 2014, *ibid*.
- 190 Andersson, 2014, *ibid*.
- 191 Håkansson, K. och Isidorsson, T. 2012. Work organizational outcomes of the use of temporary agency workers, *Organization Studies*, vol. 33, nr. 4, 487–505.
- 192 Schnyder, 2012, *ibid*.
- 193 Jansson, L. 2010. *Bemanningsföretag – en språngbräda för integration*, Stockholm: Svenskt Näringsliv.
- 194 OECD, 2011, *ibid*.

- 195 SOU (Statens offentliga utredningar) 2013:78, Överskuldssättning i kredit-samhället; Folkhälsomyndigheten 2014. Spel om pengar – ett folkhälso-problem; Kronofogdemyndigheten 2015. *Betänkandet Överskuldssättning i kreditsamhället?*, remissvar från 23 mars 2014.
- 196 Riksrevisionen 2015. 'Regeringens åtgärder mot överskuldssättning', press-meddelande.
- 197 Erturk, I., Froud, J., Johal, S., Leaver, A. och Williams, K. 2007. The De-mocratization of Finance? Promises, outcomes and conditions, *Review of International Political Economy*, vol. 14, 553–575.
- 198 Bank of England 2016. *Financial Stability Report* (Juli), Nr. 39, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/fsr/2016/fsrjul16.pdf>, s. 10, figur A.19
- 199 Burnham, 2014, *ibid*, s. 193; Fraser, N. 2015. Legitimation Crisis? On the Po-litical Contradictions of Financialized Capitalism. *Critical Historical Studies*, Fall 2015: 157–189.
- 200 Boyer, R. 2013. The euro crisis: undetected by conventional economics, favoured by nationally focused polity. *Cambridge Journal of Economics* 37: 533–569.
- 201 Wetterberg, G. 2010. *Axel Oxenstierna: makten och klokskapen*. Stockholm: Atlantis; Rothstein, B., och Teorell, J. 2015. Getting to Sweden, Part II: Breaking with Corruption in the Nineteenth Century. *Scandinavian Political Studies*, vol. 38, nr. 3, 238–254.
- 202 Fraser, 2015, *ibid*.
- 203 Burnham, 2014, *ibid*.
- 204 Olsaretti, A. 2014. Beyond class: The many facets of Gramsci's theory of intellectuals. *Journal of Classical Sociology*, vol. 14, nr. 4, 363–381, s. 368
- 205 Olsaretti, *ibid*: 366
- 206 Olsaretti, *ibid*.
- 207 Baker, 2013, *ibid*.
- 208 Wetterberg, *ibid*.; Rothstein and Teorell, *ibid*.
- 209 Jessop, B. 2016. *The State: Past, Present, Future*. Oxford: Polity.
- 210 Kuisma, M. och Ryner M. 2012. Third Way decomposition and the rightward shift in Finnish and Swedish politics. *Contemporary Politics*, vol. 18, nr. 3, 325–342.







## Katalys publikationer

- No 1: Välfärden är vinsten
- No 2: Svar på tal om vinster i välfärden
- No 3: Vilken arbetsmarknad ska vi ha?
- No 4: Slaget om den likvärdiga skolan
- No 5: Hälften kvar och hela framtiden
- No 6: "Jag tar värktabletter men det hjälper inte"
- No 7: Vägen till en likvärdig skola
- No 8: Fallet järnvägen
- No 9: Björklundeffekten
- No 10: Åtstramningsdoktrinen
- No 11: En röst på SD är en röst på högern
- No 12: Mest åt de rika
- No 13: Färre lärare ger vinsten!
- No 14: Ordens makt i politiken
- No 15: Handbok för en ny kulturminister
- No 16: Städhjälp och bartender för alla?
- No 17: Förklaringar till SD:s framgång
- No 18: Utan segel i vänstervinden – eftervalsanalys
- No 19: I frihandelns goda namn
- No 20: Från massarbetslöshet till full sysselsättning
- No 21: Vägen till en likvärdig skola – skolpolitisk årsbok 2015
- No 22: Jämlikhet är lösningen!
- No 23: En för alla, alla för vem?
- No 24: Måste vi jobba 8 timmar per dag?
- No 25: Kapitalet i tjugoförsta århundradet
- No 26: Piketty på tre röda
- No 27: Porten kallas trång
- No 28: Partierna och jämlikheten
- No 29: Anställningsformer i Sverige
- No 30: Med låg kvalitet som affärsidé
- No 31: Den blåbruna röran
- No 32: Spagat över väljarkåren
- No 33: I skuggan av TTIP: Ceta
- No 34: Postkapitalism: Vår gemensamma framtid
- No 35: Massivt stöd för jämlikhetspolitik
- No 36: Pensionssveket
- No 37: Med integrationen som murbräcka
- No 38: Finansialiseringen av Sverige: på väg mot nästa kris?